

I

(Állásfoglalások, ajánlások és vélemények)

AJÁNLÁSOK

EURÓPAI RENDSZERKOCKÁZATI TESTÜLET

AZ EURÓPAI RENDSZERKOCKÁZATI TESTÜLET AJÁNLÁSA

(2012. december 20.)

a pénzügyi alapokról

(ERKT/2012/1)

(2013/C 146/01)

AZ EURÓPAI RENDSZERKOCKÁZATI TESTÜLET IGAZGATÓTANÁCSA,

tekintettel a pénzügyi rendszer európai uniós makroprudenciális felügyeletéről és az Európai Rendszerkockázati Testület létrehozásáról szóló, 2010. november 24-i 1092/2010/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletre ⁽¹⁾ és különösen annak 3. cikke (2) bekezdésének b), d) és f) pontjára, valamint 16–18. cikkére,

tekintettel az Európai Rendszerkockázati Testületnek az Európai Rendszerkockázati Testület eljárási szabályzatának létrehozásáról szóló, 2011. január 20-i ERKT/2011/1 határozatra ⁽²⁾ és különösen annak 15. cikke (3) bekezdésének e) pontjára, valamint 18–20. cikkére,

mivel:

- (1) A pénzügyi alapok („PPA-k”) egyrészt értékpapír-piaci szabályozás alá tartoznak, másrészt az árnyékbankrendszer kulcsfontosságú alkotórészét képezik, különösen mivel azok lejáratú és likviditási transzformációval foglalkoznak, így rendszerszintű kockázatot jelenthetnek.
- (2) A befektetők a PPA-kra – különösképpen az állandó névérték fenntartására törekvő állandó nettó eszközértékű alapok esetében – esetlegesen a bankbetétek biztonságos alternatívájaként tekintenek. Mindazonáltal, a PPA-k nem rendelkeznek közvetlen hozzáféréssel az állami mentőhálózathoz, mint például a központi banki finanszírozáshoz és a betétbiztosítási rendszerhez. Erre tekintettel fennáll az ilyen mentőhálóból részesülő bankbetétekkel történő összetévesztés veszélye.
- (3) Főszabály szerint a PPA-k nem részesülnek a szponzorvállalataik – legtöbbször bankok – kifejezett és határozott támogatására vonatkozó megállapodásokból származó

előnyökből, habár többször is volt példa arra, hogy a szponzorvállalatok egyedi mérlegelés alapján utólagosan aktívan támogatták a nehézségekkel küzdő PPA-kat.

- (4) Közgazdasági kutatások bizonyítják, hogy a PPA-k gyakorlata és jellege sebezhetővé teszi őket a destabilizáló hatású befektetői pánikkal szemben, amely gyorsan átterjedhet egyik alapról a másikra, ezzel rontva a likviditási helyzetet és a rövidtávú hitelek elérhetőségét, különösen a bankok számára. A befektetői pánik jelentősebb lehet az állandó nettó eszközértékű alapok tekintetében mindazon esetekben, amikor a várakozások szerint azok nem tudnának megfelelni a befektetők névértéken való visszaváltásra irányuló elvárásainak.
- (5) Bár nem a PPA-k okozták a 2007–2008. közötti pénzügyi válságot, azoknak a pénzügyi válság során mutatott teljesítménye hangsúlyossá tette a válság terjedésében, illetve akár annak felerősítésében játszott lehetséges szerepüket. A 2007–2008. közötti pénzügyi válság során nyert tapasztalat rámutatott arra, hogy a PPA-k érzékenyek lehetnek a befektetői pánikhelyzetekkel szemben, és szponzorvállalatok támogatására szorulhatnak, különösképpen az állandó nettó eszközértékük fenntartása érdekében.
- (6) A PPA-kból eredő lehetséges rendszerszintű kockázatok ennél fogva a befektetők elsőként történő reagálásával kapcsolatos előnyhöz – amely különösen az állandó nettó eszközértékű alapok esetében bír jelentőséggel –, a szponzorvállalatok támogatásának implicit és egyedi mérlegelésen alapuló jellegéhez, továbbá a PPA-knak a pénzügyi rendszer többi részével, különösen a bankokkal és a pénzügyi piacokkal történő magas szintű összefonódásából erednek.
- (7) A közelmúlt pénzügyi válságát okozó tényezők értékelése nyomán több nemzeti szabályozó és nemzetközi szervezet felhívta a figyelmet a PPA-k szerkezeti reformjának

⁽¹⁾ HL L 331., 2010.12.15., 1. o.

⁽²⁾ HL C 58., 2011.2.24., 4. o.

szükségességére. 2011. október 27-én a Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB) kezdeti ajánlásokat tett közzé az árnyékbankrendszer felvigyázásának és szabályozásának megerősítése érdekében. Az FSB megállapítása szerint különösképp a változó nettó eszközértéken történő értékelésre történő kötelező áttérés, az állandó nettó eszközértékű alapok tőke, valamint likviditási követelményeire vonatkozó előírások, továbbá az egyéb szabályozói megközelítések számítanak a rendezésre szoruló legfontosabb kérdéseknek.

- (8) Az FSB kérelmét követően az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete („IOSCO”) 2012. október 9-én kibocsátotta a PPA-knak a befektetői pánikkal szembeni kiszolgáltatottságának enyhítésére vonatkozó szakpolitikai ajánlásokat. Míg ezen IOSCO ajánlások jelentős részével már európai uniós szinten foglalkoztak, továbbra is vannak hiányosságok.
- (9) Az Egyesült Államok szabályozói már dolgoztak a PPA-k keretrendszerének felülvizsgálatán. Az Értékpapír és Tőzsdébizottság („SEC”) különösen a 2a–7. számú szabályát vizsgálta felül. Ezen túlmenően 2012. november 13-án a Pénzügyi Stabilitási Felvigyázói Tanács nyilvános konzultációra közzétette a pénzügyi befektetési alapok reformjára vonatkozó javasolt ajánlásait.
- (10) Az európai értékpapír-piaci szabályozók bizottsága 2010. májusában az európai PPA-k közös fogalmát meghatározó iránymutatásokat tett közzé a pénzügyi válság idején beazonosított hiányosságok kezelésére szolgáló közös szabványok létrehozása érdekében. Ezek az iránymutatások különösképpen a portfólió minőségével és lejáratával, valamint a kockázatkezeléssel és a kockázatok feltárásával kapcsolatban határoznak meg szigorú szabványokat. Ezeknek a nem kötelező erejű iránymutatásoknak mind az ÁÉKBV és nem-ÁÉKBV PPA-k is címzettjei, és azokat a tagállamok nemzeti szinten végrehajtották.
- (11) Az Európai Bizottság jelezte az ÁÉKBV-kre vonatkozó uniós szintű új szabályozás kidolgozására vonatkozó szándékát, felmérve különösen a PPA-kra vonatkozó, részletesebb és harmonizáltabb szabályozás szükségletét⁽¹⁾.
- (12) A 1092/2010/EU rendeletben foglaltakkal összhangban az Európai Rendszerkockázati Testület („ERKT”) a vonatkozó uniós jogszabályok tekintetében is ajánlásokat címezhet a Bizottságnak. Ezen ajánlásoknak e tekintetben a célja, hogy a Bizottság, valamint annak tanácsadói és szabályozói szerepe tekintetében az ESMA számára irányt mutassanak.
- (13) A befektetői pánik bármilyen, lejárat vagy likviditási eltéréssel jellemezhető típusú alap esetében előfordulhat, az állandó nettó eszközértékű alapok olyan jellemzőkkel bírnak, amelyek alapján előfordulhat, hogy romló piaci

helyzetben a befektető kihasználhatja az „elsőként történő reagálás” előnyét. A változó nettó eszközértékű alapokra történő áttérés csökkentheti a részvénytulajdonosoknak a befektetéseik olyan esetekben történő kivonására irányuló késztetését, amikor az alap szerény mértékű veszteséget szenvedett el, és amely tovább növelheti az árazás átláthatóságát. Ez hozzájárulhat továbbá a PPA-knak a szponzorvállalataikkal való összekapcsolódásához társított rendszerszintű kockázat keletkezéséhez, valamint csökkentheti a szponzor-támogatás szükségességét és annak fontosságát.

- (14) A valós értéken történő elszámolás PPA-k által történő általános alkalmazása, továbbá korlátozott körülmények esetén az amortizált bekerülési értéken való elszámolás alkalmazása növeli az árazás átláthatóságát a befektetők számára, növeli az ilyen PPA-k természetéből fakadó kockázatoknak a befektetők által történő megértését, és egyértelműbbé teszi a PPA-k és a bankbetétek közötti különbségeket.
- (15) A likvid eszközök megkönnyítik a visszaváltást kérő részvényesek PPA-k által történő kifizetését, és megelőzik, hogy a PPA-knak gyorsan és nyomott áron kelljen értékesíteniük eszközeiket, továbbá védelmet nyújtanak a hasonló értékpapírokat tartalmazó más alapok számára a fertőző hatásokkal szemben. Ennek megfelelően a likvid eszközök kifejezett napi és heti minimumértéke biztosítani fogja azt, hogy a PPA-k ki tudják elégíteni a befektetők esetlegesen tömeges visszaváltási igényeit, és átvészeljék a piaci ingadozások időszakait. A likviditáshiány kezelésre szolgáló hatékony eszközök, mint például a visszaváltások átmeneti felfüggesztése, segíteni fogja a PPA-kat a stresszes időszakok kezelésében.
- (16) Az olyan fontos jellemzőkre, mint például a tőkegarancia hiányára, a szponzorvállalatok által nyújtott támogatásra és az értékelési gyakorlatra vonatkozó információk PPA-k általi nyilvánosságra hozatala biztosítani fogja azt, hogy a befektetők egyértelműen tisztában legyenek a fennálló kockázatokkal.
- (17) A PPA-k általi részletesebb adatszolgáltatás lehetővé fogja tenni a felügyeleti hatóságok számára a PPA-üzletágban zajló folyamatok jobb megértését, és a kockázat forrásaik beazonosítását. Erre tekintettel a PPA-k rendszeres adatszolgáltatását bővíteni kell, különösképpen az eszközeik és forrásaik összetételének, valamint az amortizált bekerülési értéken való elszámolás és a szponzor-támogatás alkalmazásának a tekintetében. Az illetékes nemzeti felügyeleti hatóságnak meg kell osztania a fontos információkat a többi érintett nemzeti és európai hatósággal.
- (18) A 1092/2010/EU rendelet (29) preambulumbekézdésében foglaltaknak megfelelően ennek az ajánlásnak az előkészítése során a magánszektor érdekelt feleinek észrevételeit is figyelembe vették.

⁽¹⁾ A termékszabályokra, a likviditásmenedzsmentre, a letétkezelésre, a pénzügyi alapokra, és a hosszú távú befektetésekre vonatkozó konzultáció, 2012. július 26.

(19) Ez az ajánlás nem érinti az Unió központi bankjainak monetáris politikai megbízatását.

(20) Az Európai Rendszerkockázati Testület ajánlásait azt követően teszik közzé, hogy az Európai Unió Tanácsát az igazgatótanács erre vonatkozó szándékáról értesítették, és a Tanács számára reagálási lehetőséget biztosítottak,

ELFOGADTA EZT AZ AJÁNLÁST:

1. SZAKASZ

AJÁNLÁSOK

A. ajánlás – Kötelező áttérés a változó nettó eszközérték alkalmazására

A Bizottság részére ajánlott annak biztosítása, hogy a vonatkozó uniós jogszabály:

1. kötelezze a PPA-kat az ingadozó nettó eszközérték alkalmazására;
2. kötelezze a PPA-kat a valóság-hű értékelés általános alkalmazására és arra, hogy az amortizált bekerülési értéken való elszámolást csak néhány előre meghatározott körülmény fennállása esetén alkalmazzák.

B. ajánlás – Likviditási követelmények

A Bizottság részére ajánlott annak biztosítása, hogy a vonatkozó uniós jogszabály:

1. a PPA-k által tartandó, egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközök explicit minimumának megszabásával egészítse ki a PPA-k meglévő likviditási követelményeit;
2. erősítse az alapkezelőknek a likviditási kockázat nyomon követésével kapcsolatos felelősségét;
3. biztosítsa, hogy a nemzeti felügyeleti hatóságoknak és az alapkezelőknek hatékony eszközök – például a visszaváltás átmeneti felfüggesztésének lehetősége – álljanak rendelkezésére az alapokkal kapcsolatos, vagy az általános piaci helyzet miatt kialakuló stresszhelyzetekben tapasztalható likviditáshiány kezelésére.

C. ajánlás – Nyilvánosságra hozatal

A Bizottság részére ajánlott annak biztosítása, hogy a vonatkozó uniós jogszabály:

1. olyan nyilvánosságra hozatali követelményeket írjon elő a PPA-k számára, amely felhívja a befektetők figyelmét – többek között az értékesítési anyagaikban – a tőkegarancia hiányára és a tőkeveszteség lehetőségére;
2. írja elő, hogy a PPA-k a közzétett tájékoztatásban csak akkor utalhassanak a meglévő vagy lehetséges szponzori támogatásra vagy védelemre, ha e mögött határozott szponzori kötelezettségvállalás áll, amelyet a szponzor könyveiben és prudenciális követelményei között is fel kell tüntetni;

3. írja elő a PPA-k számára az értékelési módszereik közzétételét, különös tekintettel az amortizált bekerülési értéken való elszámolásra, valamint a befektetők megfelelő tájékoztatását a stresszhelyzetekben alkalmazott visszaváltási eljárásokról.

D. ajánlás – Adatszolgáltatás és információcsere

1. A Bizottság részére ajánlott annak biztosítása, hogy a vonatkozó uniós jogszabály:

- a) írja elő, hogy bármely olyan esetben, amikor a szponzori támogatás befolyásolhatja a PPA-k árfolyamát, a PPA vagy annak kezelője és a szponzor köteles tájékoztatni az illetékes nemzeti felügyeleti hatóságot a szponzori támogatásról, részletesen ismertetve annak jellegét és nagyságát;
- b) fejlessze a PPA-k rendszeres adatszolgáltatását;
- c) biztosítsa, hogy az illetékes nemzeti felügyeleti hatóságok minden fontos esetben osszák meg az a) és b) pontban hivatkozott információkat az adott tagállam többi nemzeti felügyeleti hatóságával, a többi tagállam felügyeleti hatóságaival és az európai felügyeleti hatóságokkal, a Központi Bankok Európai Rendszerének tagjaival, valamint az ERKT-val.

2. A Bizottság részére ajánlott, hogy támogassa a harmonizált adatszolgáltatás és az 1. bekezdés b) pontjában említett harmonizált adatállomány fejlesztését, valamint az 1. bekezdés b) pontjában említett információcsere megszervezését.

2. SZAKASZ

VÉGREHAJTÁS

1. Értelmezés

1. Az ebben az ajánlásban használt fogalmak jelentése a következő:

- a) „hitelintézet” a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról szóló, 2006. június 14-i 2006/48/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv⁽¹⁾ 4. cikke (1) bekezdésében meghatározott hitelintézet;
- b) „nemzeti felügyeleti hatóság” a 1092/2010/EU rendelet 1. cikk (3) bekezdésének f) pontjában meghatározott hatáskörrel rendelkező vagy felügyeleti hatóság;
- c) „pénzpiaci alapok” szabályozott és felügyeleti ellenőrzés alá tartozó olyan uniós kollektív befektetési vállalkozások, amelyek elsődleges célja az alap tőkéjének fenntartása, valamint a pénzpiaci eszközökbe történő befektetés, illetve a hitelintézeteknél történő betételhelyezés által a pénzpiaci árfolyammal összhangban lévő megtérülést eredményező hozam biztosítása;

⁽¹⁾ HL L 177., 2006.6.30., 1. o.

- d) „változó nettó eszközértékű alap” olyan pénzügyi alap, amely nem törekszik a névérték változatlanul tartására, és amely nettó eszközértéke erre tekintettel változó. Ennek eszközeit általánosságban a valós érték alapján értékelik;
- e) „állandó nettó eszközértékű alap” olyan pénzügyi alap, amely a névérték változatlanul tartására törekszik. Ennek eszközeit általánosságban az amortizált bekerülési érték alapján értékelik;
- f) „amortizált bekerülési értéken való elszámolás” olyan számviteli megközelítés, amely az értékpapír bekerülési értékét veszi figyelembe és ezt az értéket az amortizációs prémiummal vagy diszkonttal módosítja a lejáratig.
2. A melléklet az ajánlás szerves részét képezi. Az ajánlás rendelkező része és melléklete közötti eltérés esetén a rendelkező rész az irányadó.

2. Végrehajtási kritériumok

1. Az ajánlás végrehajtására a következő kritériumok vonatkoznak:
- a) ez az ajánlás a meghatározottak szerint valamennyi PPA-ra kiterjed;
- b) a szabályozói arbitrázst kerülni kell;
- c) megfelelő figyelmet kell fordítani az arányosság elvére a végrehajtás során, figyelembe véve az egyes ajánlások célkitűzését és tartalmát;
- d) az ezen ajánlás végrehajtására vonatkozó egyes követelmények a mellékletben kerültek meghatározásra.
2. A Bizottság felkérést kap, hogy közölje az ERKT-val és a Tanáccsal az ezen ajánlás nyomán hozott intézkedéseket, vagy az intézkedés mellőzésének megfelelő indokolását. A jelentés minimális tartalma az alábbi:
- a) a meghozott intézkedés érdemére és határidejére vonatkozó tájékoztatás, beleértve az európai felügyeleti hatóságokkal szemben alkalmazott intézkedéseket is;
- b) a meghozott intézkedések működésének ezen ajánlás célkitűzéseinek szempontjából történő értékelése;

- c) részletes indokolás az intézkedés mellőzésére vagy az ezen ajánlástól való eltérésre, ideértve a késedelmet is.

3. A nyomon követésre vonatkozó határidők

1. A Bizottság felkérést kap, hogy az alábbi határidőkre számoljon be az ERKT-nak és a Tanácsnak a fenti ajánlások nyomán fogantatosított intézkedésekről vagy – megfelelő magyarázattal együtt – az intézkedések elmaradásáról.
- a) a Bizottság felkérést kap, hogy 2013. június 30-ig készítsen az ERKT számára időközi jelentést az ajánlások végrehajtásának első értékeléséről;
- b) a Bizottság felkérést kap, hogy 2014. június 30-ig készítsen az ERKT és a Tanács számára végleges jelentést az ajánlások végrehajtásáról.
2. Az Igazgatótanács meghosszabbíthatja az 1. bekezdésben foglalt határidőt, amennyiben szükséges, hogy a jogalkotási kezdeményezések megfeleljenek az ajánlásokban foglaltaknak.

4. Figyelemmel kísérés és értékelés

1. Az ERKT titkársága:
- a) támogatást nyújt a Bizottságnak, ideértve a megfelelő sablonok megadását, szükség szerint részletezve a nyomon követés módszertanát és határidőit;
- b) ellenőrzi a Bizottság általi nyomon követést, ideértve azt, hogy kérésre segítséget nyújt részére, és az Irányítóbizottságon keresztül beszámol az Igazgatótanácsnak a nyomon követésről.
2. Az Igazgatótanács értékeli a Bizottság által jelentett intézkedéseket és indokolásokat, és adott esetben határoz arról, ha ezt az ajánlást nem tartották be, és a címzett nem adott megfelelő indokolást az intézkedés mellőzésére.

Kelt Frankfurt am Mainban, 2012. december 20-án.

az ERKT elnöke
Mario DRAGHI

MELLÉKLET AZ ERKT PÉNZPIACI ALAPOKRÓL SZÓLÓ AJÁNLÁSÁHOZ

TARTALOMJEGYZÉK

	Oldal
RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE	6
VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ	7
BEVEZETÉS	8
I. A KÖZELMÚLTBAN TETT SZABÁLYOZÓI KEZDEMÉNYEZÉSEK	8
I.1. Nemzetközi kezdeményezések	8
I.2. Európai kezdeményezések	9
II. A PPA-K ÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁS	10
II.1. Az először reagáló előnye	10
II.2. Szponzori támogatás	11
II.3. Az aktuális gazdasági környezet	12
III. AZ EURÓPAI PPA-ÜZLETÁG SZERKEZETE	12
III.1. Az ERKT eseti felmérésének tárgya	12
III.2. A PPA-k eszközeinek áttekintése	14
III.3. A PPA-befektetők áttekintése	19
III.4. Az üzletág koncentrálttsága	21
III.5. A CNAV-típusú alapok eltérése a névértéktől	22
IV. AZ ERKT AJÁNLÁSAI	23
IV.1. Az ajánlásokkal lefedett problémakör	23
IV.2. A. ajánlás – kötelező áttérés a változó nettó eszközérték alkalmazására	23
IV.2.1. Közgazdasági indoklás	23
IV.2.2. Értékelés	26
IV.3. B. ajánlás – Likviditási követelmények	30
IV.3.1. Közgazdasági indoklás	30
IV.3.2. Értékelés	33
IV.4. C. ajánlás – Nyilvánosságra hozatal	34
IV.4.1. Közgazdasági indoklás	34
IV.4.2. Értékelés	34
IV.5. D. ajánlás – Adatszolgáltatás és információcsere	35
IV.5.1. Közgazdasági indoklás	35
IV.5.2. Értékelés	35
IV.6. Utólagos intézkedések	36
IV.6.1. Ütemterv	36
IV.6.2. Megfelelési kritériumok	36
IV.6.3. A további intézkedések kommunikációja	37
REFERENCIÁK	39

RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

- ABS:** eszközfedeztetű értékpapír
- ÁÉKBV:** átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozás
- AIFM:** alternatív befektetésialap-kezelő
- AuM:** kezelt eszközállomány
- BNY:** biztosítók és nyugdíjalapok
- Bps:** bázispont
- CESR:** Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága
- CHF:** svájci frank
- CNAV:** állandó nettó eszközérték
- EKB:** Európai Központi Bank
- ERKT:** Európai Rendszerkockázati Testület
- ESMA:** Európai Értékpapír-felügyeleti Hatóság
- EU:** Európai Unió
- EUR:** euro
- FSB:** Pénzügyi Stabilitási Tanács
- FSOC:** Pénzügyi Stabilitási Felügyelői Tanács
- GBP:** font sterling
- HT:** háztartások
- ICI:** Investment Company Institute
- IMMFA:** intézményi pénzügyi alapok szövetsége
- IOSCO:** Értékpapír-felügyelők Nemzetközi Szervezete
- JPY:** japán jen
- KBER:** Központi Bankok Európai Rendszere
- KBV:** kollektív befektetési vállalkozás
- Korm.:** kormányzat
- MPI:** monetáris pénzügyi intézmény
- n/a:** nincs adat
- NAV:** nettó eszközérték
- NPV:** nem pénzügyi vállalat
- OFI:** egyéb pénzügyi intézmény
- PPA:** pénzügyi alap
- R-PPA:** rövid pénzügyi alap
- SEC:** Értékpapír- és Tőzsdei Bizottság
- USD:** USA-dollár
- VNAV:** változó nettó eszközérték

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Ebben a függelékben az ERKT azon ajánlásaihoz adunk háttéranyagot, amelyek célja a Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB) pénzügyi alapokhoz (PPA) kapcsolódó reformtevékenységének támogatása és értékelése. A PPA-k az árnyékbankrendszer fontos elemei. A bankokhoz hasonlóan lejáratú és likviditási transzformációval foglalkoznak, és a befektetők szemében a bankbetét biztonságos alternatíváját nyújthatják (különösen igaz ez az állandó nettó eszközérték [CNAV] rendszerű alapokra, amelyek az állandó névérték megtartására törekednek). A PPA-k ugyan az értékpapír-szabályozás hatálya alá esnek, de nem vonatkozik rájuk bankszabályozói követelmény, ezért néhány esetben különösen érzékenyek lehetnek a destabilizáló hatású befektetői pánikra. Ennek következtében jelentős rendszerkockázat fakadhat belőlük. A PPA-khoz kötődő másik kockázat a burkolt, diszkrecionális szponzori támogatás, amelynek a valószínűsége a CNAV-rendszerű alapok esetében nagyobb.

A PPA-kkal kapcsolatos kockázatok kezelésére már eddig is születtek különféle nemzetközi és európai szabályozói kezdeményezések (például a 2012. októberi IOSCO-ajánlás és a 2010. májusi CESR/ESMA-iránymutatások). Emellett 2013 szeptemberéig az FSB várhatóan kibocsátja utolsó ajánlásait is az összes árnyékbanki munkafolyamatról. Az USA-ban az FSOC nyilvános konzultációra tett ajánlástervezeteinek 2012. novemberi közzététele után tovább fejlődhet a PPA-kra vonatkozó szabályozói feltételrendszer. Európában az Európai Bizottság várhatóan 2013 első negyedévében teszi közzé az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) és a PPA-kra vonatkozó keretrendszerek reformjáról szóló jogszabályjavaslatot. Az ERKT ajánlásai és a csatolt függelék ebben a fontos témában támogathatja a Bizottság munkáját.

Az európai PPA-üzletág jellemzői

Az ERKT ajánlásainak lehetséges hatását felméréndő, részletesen megvizsgáltuk – többek között egy eseti adatgyűjtés segítségével – az európai PPA-üzletág jelenlegi helyzetét. A PPA-k Európában megközelítőleg 1 billió euro értékű eszközt kezelnek, amelyből három ország (Franciaország, Írország és Luxemburg) felel a teljes összevont eszközállomány 95 %-áért. Míg Franciaországban zömében belföldi befektetőkről van szó, a másik két ország esetében a befektetők túlnyomórészt külföldi illetőségűek. A legtöbb európai PPA működését az ÁÉKBV szabályozói feltételrendszerének megfelelően engedélyezik. Az öt legnagyobb európai PPA-kezelő alap a teljes ágazat 40 %-át teszi ki, és négy közülük bankokhoz kapcsolódik.

A PPA-k fontos szerepet játszanak a pénzügyi piacokon; az euroövezeti kibocsátású rövid lejáratú adósságpapírok közel 25 %-a van a tulajdonukban. Eszközállományuk megközelítőleg 75 %-a a monetáris pénzügyi intézményekkel (MPI) áll szemben, amelyek Írország esetében főként EU-n kívüli intézmények. Az ír és a luxemburgi alapok eszközállományának jelentős részét devizában, elsősorban USA-dollárban és font sterlingben tartják.

Az európai PPA-k összességükben elsősorban az intézményi befektetőket szolgálják, habár egyes országokban jellemzően lakossági terméknek számítanak. Az MPI-k maguk is fontos PPA-befektetők, hiszen a teljes befektetői bázis több mint 30 %-át adják. Az is ismeretes, hogy a CNAV-típusú alapokat részesítik előnyben. Az európai PPA-k, különösen az ír CNAV-rendszerű alapok iránt az EU-n kívülről is sok befektető érdeklődik. A PPA-k és a pénzügyi rendszer többi részének egymásrautaltságát tovább fokozzák a szponzorokkal, gyakran bankokkal fenntartott kapcsolatok.

Az ágazat alapkezelői eszközállományának valamivel több mint 40 %-át a CNAV-rendszerű alapok fektetik be. Az európai CNAV-rendszerű alapok kétharmada Írországban, egyharmada pedig Luxemburgban működik. Ezek az alapok rendszerint sokkal nagyobbak, mint a változó nettó eszköz (VNAV) rendszerű alapok, kockázati szerkezetük konzervatívabb, továbbá rövidebb futamidő, magasabb likviditási szint és nagyobb EU-n kívüli befektetői bázis jellemzi őket, mint az utóbbiakat. Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy a 2010. évi CESR/ESMA-iránymutatások az elfogadható eszközökről, ezek minőségéről és futamidejéről előírásokat fogalmaztak meg a PPA-k részére. Az ERKT adatgyűjtésének eredményei szerint az elmúlt öt évben a felmérésben részt vevő CNAV-típusú alapok körülbelül 27 %-a 10 bázispontnál is nagyobb eltérést tapasztalt eszközállományának névértéke és piaci értéke között; az adatszolgáltató alap egyetlen esetben sem számolt be szponzori támogatásról.

Az ERKT ajánlásai

Az ERKT ajánlásai hasonlóan az IOSCO 2012 októberében közzétett ajánlásaihoz. A rendszerkockázat kezelésével összefüggésben az IOSCO tevékenységének elsődleges célja, hogy a PPA-k kevésbé legyenek kitéve a befektetői pánik veszélyének. Az ERKT ajánlásait többek között a célzott adatgyűjtés eredményei alapján kvantitatív és kvalitatív elemzéssel egészítjük ki, hogy megvilágítsuk, vajon a reformok nyomán bekövetkező üzletimodell-változás a PPA-k eszközállományának súlyos visszaeséséhez vezet-e, különösen olyan időszakban, amikor az alacsony kamatszinttel jellemezhető környezet már eleve kedvezőtlen érinti őket. Az ajánlások az alábbi négy konkrét témakörrel foglalkoznak:

A VNAV-rendszerű alap kötelezővé tétele: A PPA-k számára érdemes kötelezővé tenni, hogy áttérjenek az ingadozó nettó eszközértéket alkalmazó rendszerre. Ezzel fokozni lehetne befektetési jellegüket, és egyben redukálni bankbetét-típusú tulajdonságaikat. Ez a követelmény csökkentené a befektetői pánik kialakulásának veszélyét, javítaná az árak átláthatóságát, és enyhítené a pénzügyi rendszeren belüli egymásrautaltságot. A PPA-któl ezenkívül kéri, hogy alapesetben a valóságghú értékelést alkalmazzák, az amortizált bekerülési értéken való elszámolást pedig néhány előzetesen meghatározott helyzetre korlátozzák.

Likviditási követelmények: A meglévő likviditási követelmények oly módon erősítendőek, hogy a PPA-k számára egyértelműen elő kell írni az egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközökből minimálisan tartandó mennyiségeket. Emellett erősíteni kell az alapkezelők felelősségét a likviditási kockázat nyomon követése terén. Végül a konkrét alap problémái vagy általában a piaci helyzet miatt kialakuló feszültséggel, „stresszel” jellemezhető időszakokban fellépő likviditáshiány kezelésére olyan hatásos megoldásokat kell alkalmazni, mint például a visszaváltás átmeneti felfüggesztése.

Nyilvánosságra hozatal: A PPA-k marketinganyagaiban fel kell hívni a befektetők figyelmét a tőkegarancia hiányára és a tőkevesztés eshetőségére. A szponzori támogatásra vagy annak lehetőségére utaló nyilvános információk közzététele tiltandó, amennyiben nincs mögötte határozott kötelezettségvállalás. Utóbbi meglétét a szponzor könyveiben és elővigyázatossági követelményei között fel kell tüntetni. Végül be kell mutatni az értékelési gyakorlatot is, különös tekintettel az amortizált bekerülési értéken való elszámolásra, valamint a jegyzés és visszaváltás felfüggesztésének lehetőségére, beleértve a feszültségekkel terhes időszakokat is.

Adatszolgáltatás, információcsere: A szponzori támogatás meglétét az illetékes nemzeti felügyelet tudomására kell hozni, amelynek ezt az egyéb illetékes nemzeti és európai hatóságokkal is tudatnia kell. A PPA-k rendszeres adatszolgáltatását tovább kell bővíteni és még jobban össze kell hangolni. Adott esetben az illetékes nemzeti felügyeletnek is tájékoztatnia kell az egyéb érintett (belföldi, külföldi vagy európai) szerveket.

BEVEZETÉS

Az ERKT ajánlásai és az alapjukat képező elemzés arra irányul, hogy pénzügyi stabilitási szempontból felmérje, milyen potenciális hatással vannak a pénzügyi alapokról (PPA) szóló 2012. októberi IOSCO-ajánlások az Európai Unió PPA-üzletágára. Ezzel a függeléssel a pénzügyi stabilitás szempontjából legfontosabb alkalmazási kérdésekre összpontosítjuk a figyelmünket, hogy támogassuk és ajánlásokkal lássuk el az EU döntéshozóit.

A függelékben olvasható kvantitatív és kvalitatív elemzések többféle adatforrásra támaszkodnak, így például egyetemi kutatásokra, az ERKT-nak a PPA-król készült korábbi munkáira, az EKB statisztikáira, valamint egy külön ebből a célból végzett eseti adatfelmérésre, amelynek révén az ERKT a nyilvánosan hozzáférhető források mellett részletesebb adatokat is szeretne gyűjteni. Emellett az ERKT kerekasztal-tárgyalást is szervezett a piaci szereplők részvételével, hogy megismerje az ágazat képviselőinek véleményét.

A függelék **I. részében** áttekintjük a PPA-kkal kapcsolatban a közelmúltban hozott nemzetközi és európai szabályozói kezdeményezéseket, hogy megvilágítsuk az ERKT ajánlásainak tágabb szakpolitikai hátterét. A **II. részben** röviden áttekintjük azokat a PPA-khoz kapcsolódó rendszerkockázati forrásokat, amelyekkel az ajánlásokban foglalkozunk. Az ajánlásokban foglaltak alátámasztására a **III. részben** az európai PPA-üzletág piacszerkezetét vizsgáljuk meg, különös tekintettel a rendszerkockázati szempontból kiemelten fontos piaci elemekre. A **IV. részben** pedig az ERKT ajánlásait vesszük sorra, kitérve a közgazdasági indoklásra, a megfelelési kritériumokra és az ajánlás értékelésére.

I. A KÖZELMÚLTBAN TETT SZABÁLYOZÓI KEZDEMÉNYEZÉSEK

I.1. Nemzetközi kezdeményezések

A közelmúlt pénzügyi válságát okozó tényezők értékelése nyomán több nemzeti szabályozó és nemzetközi szervezet felhívta a figyelmet a PPA-k szerkezeti reformjának szükségességére. A G20-ak vezetői 2010. novemberi szülői csúcstalálkozójukon felkérték a **Pénzügyi Stabilitási Tanácsot** (FSB), hogy dolgozzon ki ajánlásokat az árnyékbankrendszer felvigyázásának és szabályozásának megerősítésére. Az FSB 2011. október 27-én közzétette első ajánlásait, amelyeket a G20-ak cannes-i csúcstalálkozóján hagytak jóvá. Az FSB többek között ajánlást tett a PPA-k szabályozói feltételrendszerének továbbfejlesztésére. Az FSB megállapítása szerint az állandó nettó eszközérték (CNAV) típusú PPA-k, amelyek az állandó névérték megtartására töreksenek, kiemelt potenciális kockázatot jelentenek, amit úgy lehet kezelni, hogy ösztönzik, illetve előírják áttérésüket a változó nettó eszközértéken (VNAV) alapuló rendszerre. Ez úgy valósítható meg, hogy a CNAV-rendszerű PPA-kkal szemben tőke- és likviditási követelményeket támasztanak, vagy más módszereket alkalmaznak. Az FSB felhatalmazta az Értékpapír-bizottságok Nemzetközi Szervezetét (IOSCO), hogy mérje fel azokat a lehetséges szabályozói reformokat, amelyek enyhítenék a PPA-k befektetői pánikkal vagy egyéb rendszerkockázattal szembeni kiszolgáltatottságát, és dolgozzon ki szakpolitikai ajánlásokat.

A felhívás nyomán az **IOSCO** 2012. október 9-én szakpolitikai ajánlásokat bocsátott ki a PPA-k reformjáról. Az IOSCO sajtóközleményben állapította meg, hogy bár a SEC-biztosok többsége nem támogatta az ajánlások közzétételét, más ellenvetés nem volt, így az IOSCO igazgatótanácsa jóváhagyta az ajánlásokat tartalmazó jelentést.

Az FSB 2012. november 18-án több konzultációs anyagot is közzétett, amelyek egyikében az árnyékbanki tevékenységre vonatkozó szakpolitikai ajánlásokat tekintette át egységesített megközelítésben. A jelentésben az FSB támogatta az IOSCO-ajánlásokat mint a PPA-k kockázatokhoz való alkalmazkodóképességének átfogó megerősítését elősegítő hatékony feltételrendszert. Emellett azt az ajánlást is támogatták, amelynek értelmében az állandó NAV-típusú PPA-kat, ahol csak lehetséges, át kell alakítani változó NAV-rendszerű alappá. Az FSB jelezte továbbá, hogy azoknál a CNAV-alapoknál, amelyeket nem lehet az előbbi módon átalakítani, olyan garanciákat kell kidolgozni a befektetői pánikkal szembeni alkalmazkodás megerősítésére, amelyek funkcionálisan ugyanúgy hatnak, mint a bankbetétek hirtelen kivonása ellen védő banki tőke-, likviditási és egyéb prudenciális követelmények.

Az FSB bejelentette, hogy 2013 szeptemberéig elkészíti az árnyékbanki tevékenységre vonatkozó végleges ajánlásait, ideértve az öt munkafolyam (köztük a PPA-k) mindegyikére vonatkozó részletes ajánlásokat. A PPA-kkal foglalkozó munkafolyam ugyan nagyjából lezárult, de a többi – különösen a bankoknak az árnyékbanki szervezetekkel való kapcsolattalrendszerével, az értékpapír-kölcsönzéssel és a repókkal foglalkozó – témakör is kihat a PPA-reformokra.

Az **Egyesült Államokban** 2010-ben bizonyos mértékig már átalakították a PPA-k működését. Akkor az Értékpapír- és Tőzsdei Bizottság (SEC) megállapította, hogy a reformokkal megtették az első lépést. Az elnöki munkacsoport (President's Working Group on Financial Markets) 2010 októberében közzétett jelentésében további kiegészítő szakpolitikai opciókat vázolt fel, hiszen a 2010-es reformok önmagunkban aligha tudják megakadályozni a pánikot. A SEC ezért további szerkezeti reformok kidolgozásába fogott. Mary Schapiro, a SEC elnöke azonban 2012. augusztus 22-én bejelentette, hogy a SEC-biztosok többsége nem támogatja a stáb által a PPA-üzletág szerkezeti reformjáról kidolgozott javaslatot.

Ezért 2012. szeptember 27-én Timothy Geithner amerikai pénzügyminiszter felszólította a Pénzügyi Stabilitási Felügyelői Tanácsot (FSOC), hogy a SEC reakciójának hiányában tegye meg a megfelelő lépéseket. Az FSOC 2012. november 13-án nyilvános konzultációra bocsátotta a PPA reformokról szóló ajánlásterveit. Három, nem feltétlenül kizárólagos alternatívát vázolt fel: i. változó NAV; ii. állandó NAV NAV-pufferrel és „minimális kockázati állománnyal”; iii. állandó NAV NAV-pufferrel és egyéb intézkedésekkel. Ennek a függeléknek a megírásakor még nem ismert a nyilvános konzultáció eredménye; a SEC kezdeti próbálkozásai során felmerült nehézségek fényében azt sem tudni, hogy a SEC az FSOC ajánlásainak megfelelően fog-e eljárni.

1.2. Európai kezdeményezések

2010 májusában az **Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága** (CESR, az Európai Értékpapír-felügyeleti Hatóság [ESMA] elődintézménye) iránymutatásokat bocsátott ki a PPA-k fogalmának egységes európai meghatározásáról, valamint a pénzügyi válság során felmerült hiányosságok kiküszöbölésére szolgáló új, közös szabványokról. Az iránymutatásokban kétféleképpen osztályozták az PPA-kat: „rövid lejáratú pénzügyi alap” (R-PPA) és „pénzügyi alap” (PPA), továbbá szigorú előírásokat szabtak a portfólióminőség, a lejárat, a kockázatkezelés és a közzététel területén. Az ÁÉKBV- és a nem ÁÉKBV-típusú alapokra egyaránt vonatkozó CESR/ESMA-iránymutatások 2011 júliusában léptek hatályba, és a már meglévő alapoknak hat hónapos átmenetet biztosítottak.

Az iránymutatásokban már a legtöbb IOSCO-ajánlásról szó esik. Így például az első három ajánlásnak megfelelően egyértelműen definiálják a PPA-t, szigorúan szabályozzák, hogy a PPA-k milyen instrumentumokba fektethetnek (így például tiltják a részvénytőkében fennálló kockázati pozíciókat), megszabják az instrumentumok hátralevő futamidejének felső határát, valamint a portfólió átlagos, súlyozott futamidejét és súlyozott átlagos élettartamát is korlátozzák. Az iránymutatások hatálybalépése utáni időszakban, tehát 2011 utolsó hónapjaiban jelentős számú, eredetileg PPA-ként piacra bocsátott alapot átneveztek és átcsoportosítottak valamilyen más kategóriába.

Ami az IOSCO likviditáskezeléssel foglalkozó három ajánlását (6–8.) illeti, az Európában érvényben lévő jogi feltételrendszer már most is igen hathatós. Az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokról (ÁÉKBV) szóló 2010/43/EU irányelv és az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló 2011/61/EU irányelv rendszeres likviditási stresszteszt elvégzését írja elő.

Végül megjegyzendő, hogy az ÁÉKBV feltételrendszere már foglalkozik a kockázatok diverzifikálásából és korlátozásából, valamint az eszközök elfogadhatóságából eredő problémákkal.

A CESR/ESMA-iránymutatások azonban nem térnek ki az IOSCO minden ajánlására, és azokkal a problémákkal sem foglalkoznak, amelyek az IOSCO megállapítása szerint a PPA-k lényegéből fakadnak. Az R-PPA-k számára például továbbra is megengedett, hogy a CNAV-rendszert alkalmazzák. A PPA-k alkalmazhatják az amortizált bekerülési értéken való elszámolást is a legfeljebb 397 napos futamidejű instrumentumok esetében, ami újabb kockázat forrása, és a transzparenciát is rontja. Ezenkívül, mivel a szponzori támogatást jelenleg nem szabályozza előírás, és adatszolgáltatási kötelezettség sem vonatkozik rá, a szabályozóknak nincs róla információjuk.

Az európai szabályozói keretrendszer kiegészítése céljából a **befektetési alap üzletág** kidolgozott egy sor bevett gyakorlatot, amelyeket az intézményi pénzügyi alapok szövetségének (IMMFA) eljárási szabályzatában fektettek le. A szabályzat a CNAV-rendszerű PPA-knak kötelezően előírja, hogy legalább hetente ellenőrizzék az általuk közzétett árfolyam és a piaci árfolyam (árnyékárfolyam) különbségét. A 10, 20, illetve 30 bázispontot meghaladó eltérések esetén –elsősorban belső jelentések révén – ún. eskalálási eljárást kell alkalmazni. Abban az esetben, ha a piaci érték 50 bázisponttal a névérték alá megy, megállapítható, hogy az alap „állandó értékvesztést” szenvedett el. Ennek előfordulását – amire szakmai körökben úgy hivatkoznak, hogy az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközérték 1 USA-dollár alá esett – jelteni kell az IMMFA-nak.

Végül a **Bizottság** jelenleg is mérlegeli, hogy vajon szükség van-e további reformokra a PPA-k szabályozása terén. A Bizottság az árnyékbanki tevékenységről szóló zöld könyvében (2012) kiemeli a PPA-knak az árnyékbankrendszerben betöltött szerepét. A Bizottság emellett egy konzultációs tanulmányt (2012) is kiadott, amelyben a befektetési alapok jövőben bevezetendő feltételrendszeréről írnak. A tanulmány egyik fejezetében a CNAV-, illetve VNAV-rendszerű PPA-kal foglalkoznak, továbbá áttekintik ezek értékelési rendszerét, valamint a rendszerkockázattal és a hitelminősítés felhasználásával összefüggésben játszott szerepét. A Bizottság várhatóan 2013 első negyedévében ad jogszabályjavaslatot ki a PPA-król. 2012 októberében az **Európai Parlament** egyik bizottsága indítványt fogadott el az árnyékbanki tevékenységről, amelyben támogatásáról biztosította az IOSCO ajánlásait, és korlátozott felhasználási célú banki engedély beszerzésére szólította fel a CNAV-rendszerű alapokat.

Ahogy az alábbiakban bemutatjuk, az európai PPA-üzletág komoly nemzetközi hálózatot alkot. Ezért a folyamatban lévő nemzetközi és európai kezdeményezések egyik nehéz feladata, hogy a PPA-khoz kapcsolódó rendszerkockázatokat korlátozó szabályozói intézkedések eltéréseiből eredő potenciális kockázatot kezeljék.

II. A PPA-K ÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁS

A PPA-k az árnyékbankrendszer fontos elemei (FSB, 2011). Egyrészt olyan befektetési termékek, amelyekre az értékpapír-szabályozás vonatkozik, másrészt a bankokhoz is hasonlítanak, mivel lejáratú és likviditási transzformációt végeznek, és –különösen a CNAV-rendszerű alapok – a befektetők szemében a bankbetét biztonságos alternatívájának tűnnek. A PPA-k ugyanakkor kevésbé likvid eszközökbe is fektethetnek, amelyek futamideje esetleg sokkal később jár le, mint ahogy a befektetők visszaváltják a befektetési jegyeket, ezért befektetési kockázat is kötődik hozzájuk. A PPA-k ugyanakkor a bankokkal ellentétben nem vehetik igénybe az állami mentőhálót, és jellemzően nem élvezik a szponzorvállalatok explicit támogatását. Mindazonáltal több példát is meg lehet említeni, amikor a szponzorok ex post megsegítették a nehézségekkel küzdő alapokat.

A közgazdasági kutatások széleskörűen igazolták, hogy a PPA-k tevékenységük jellegéből adódóan –különösen az amerikai piacon – ki vannak szolgáltatva a destabilizáló befektetői pániknak, ami gyorsan átterjedhet egyik alapról a másikra. Ez tovább ronthatja a likviditási helyzetet és a rövid lejáratú hitel elérhetőségét, ami nem elhanyagolható az olyan bankok szempontjából sem, amelyek számára a PPA-k fontos finanszírozási forrást biztosítanak⁽¹⁾. A befektetői pánik kockázata elsősorban „az először reagáló” előnyével, valamint a hallgatólagos és diszkrecionális szponzori támogatással kapcsolatos bizonytalansággal függ össze.

II.1. Az először reagáló előnye

Bár az első lépés megtételéből eredő előny minden befektetési alap egyik ismérve, sokak szerint főként a **CNAV-típusú PPA-k** esetében van jelentősége, hiszen rájuk jellemző, hogy kerekített (pl. befektetési jegyenként 1 euro vagy 1 USA-dollár) állandó árfolyamon azonnal visszaváltják a befektetési jegyeket⁽²⁾. Ebből kifolyólag fennáll a veszély, hogy a befektetési jegy árfolyama – piaci feszültségek idején, vagy amikor kétségek merülnek fel a mögöttes eszköz minőségével kapcsolatban – nem tükrözi az alapot fedező portfólió való értékét. Az először reagáló előnye többek közt abban áll,

⁽¹⁾ Lásd még FOC (2012), 17-28. o., amely elemzi a rendszerkockázatokat, valamint áttekinti a további egyetemi kutatásokat, pl. Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (előkészületben); Gordon és Gandia (2012); Gorton és Metrick (2010), 261-297. o.; Kacperczyk és Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Lásd az ERKT vonatkozó műhelytanulmányát (2012); FSB (2011); FOC (2012); IOSCO (2012); Baba et al. (2009); Gorton és Metrick (2010); McCabe (2010).

hogy a korai visszaváltási kérelmeket még akkor is névértéken teljesítik, ha a tényleges eszközérték esetleg kisebb. Ennek következtében a veszteség áttevéődik a megmaradó jegytulajdonosokra, és azok a befektetők, akik késlekednek a visszaváltással, aránytalanul nagy veszteséget szenvednek el. Az „először reagáló” előnye tovább súlyosbíthatja a destabilizáló hatású befektetői pánikot. A portfólióeszközök minőségével kapcsolatos bizonytalanság még akkor is arra ösztönözheti a befektetőket, hogy megrohanják az alapot, ha a piaci érték nem tér el a névértéktől. A befektetői pánik kockázata különösen az intézményi befektetők szempontjából érdekes, hiszen rájuk az erősen kockázatkerülő magatartás a jellemző, és a lakossági befektetőknél általában gyorsabban, tömegesebben reagálnak. Általánosságban a CNAV jellemzően a destabilizálódás kockázatát rejt magában, mivel a névértéken való visszaválthatóság miatt a befektetők egy része a PPA-jegyeket kockázatmentes készpénz-helyettesítőnek tekinti; ennek megfelelően ha az alap nem váltja be a hozzá fűzött várakozásokat, azaz a jegy értéke 1 USA-dollár alá esik, megnő a bankpánik kockázata.

Bár az először reagálás előnye túlnyomórészt a CNAV-típusú alapoknál merül fel, a pénzügyi válság alatti események arra utalnak, hogy a **VNAV-rendszerű PPA-k** is készletet érezhetnek befektetések leépítésére⁽¹⁾. Mivel a PPA-k napi szintű likviditása nem 100 %-os, előfordulhat, hogy a befektetők nem tudják visszaváltani jegyeiket. Emiatt a befektetők számára megmarad a készlet, hogy gyorsan visszaváltsák a jegyeket, mivel (mint bármely más befektetési alap esetében) a soron következő beváltások a kevésbé likvid eszközök értékesítésére kényszeríthetik az alapot, amely így potenciálisan veszteséget szenved el. A visszaváltási hullám valószínűségét a számviteli bizonytalanság is növelheti, ami a VNAV-rendszerű alapoknál is jelentkezik.

II.2. Szponzori támogatás

Több tanulmány is bizonyítja, hogy a PPA-k bevezetése óta mindig is volt példa külső fél által nyújtott támogatásra⁽²⁾. Az 1980–2009-es időszakban a Moody's vizsgálata szerint az USA-ban és Európában több mint 200 CNAV-rendszerű PPA kapott szponzori támogatást. A támogatás 2007 és 2009 között érte el csúcspontját, amikor több mint 60 (36 egyesült államokbeli és 26 európai) alap szorult segítségre, túlnyomó részük hitelminőség-romlás, nemteljesítés és likviditási problémák miatt. A Moody's elemzése szerint legalább 20 első osztályú (prime) amerikai és európai alapot kezelő cégnek kellett 12 milliárd USA-dollárt kiadnia, hogy megőrizze CNAV-típusú alapjainak értékét. Továbbá legalább két alapkezelő cég támaszkodott anyavállalatának segítségére és a Federal Reserve „discount window” opciójára, hogy eleget tudjon tenni a visszaváltási igényeknek, miközben két cég a mérlegébe vitte át a PPA eszközöket (lásd az ERKT e témáról írt 2012-es műhelytanulmányát).

Az egyik legnagyobb amerikai pénzügyi alap, a Reserve Primary Fund (RPF) csődje szemléletesen példázza, hogy miért súlyos hiba, ha a PPA-k a hallgatólagosan meglévő diszkrecionális segítségre hagyatkoznak. Az RPF ugyanis a Lehman Brothers bukása nyomán nem volt képes nettó eszközértékét 1 USA-dolláron tartani (NAV-jának 1,2 %-át a Lehmannal szembeni pozíció tette ki). Az elszenvedett veszteség azonnal pánikot keltett a befektetők körében, ami átgűrűzött az USA többi PPA-jára is, így néhány nap leforgása alatt hatalmas összegeket vontak ki az alapokból. Az RPF szponzorának végül nem sikerült kihúznia az alapot a bajból, ami általában is erősíthette a szponzori segítséggel kapcsolatos bizonytalanságot, és felgyorsította a PPA-üzletégből való forráskivonást. Az események az egész rövid lejáratú vállalati kötvénypiacot kibillentették az egyensúlyából, úgyhogy végül az illetékes amerikai hatóságok kénytelenek voltak többek között két likviditási konstrukció létrehozásával és a betétgarancia-fedezet kiterjesztésével közbelépni.

Mindez alátámasztja a szponzori támogatás jelentőségét, ugyanakkor egy potenciális fogyatékoságot is jelez. A támogatás elérhetőségének bizonytalanná válása ugyanis a legutóbbi válság során szerepet játszhatott abban, hogy a befektetők pánikszerűen kivonták pénzüket az alapokból. McCabe (2011), valamint Gordon és Gandia (2012) eredményei is arra utalnak, hogy a szponzorbevonási képesség jelentősen befolyásolja a befektetői magatartást. Gordon és Gandia (2012) vizsgálatai alátámasztják, hogy azoknak a CNAV-rendszerű alapoknak, amelyeket bizonytalanabb lábon álló cégek

⁽¹⁾ Lásd Scott (2012), aki ICI-adatokat idézve írja, hogy a francia VNAV-rendszerű alapok a 2007 júliusa és szeptembere közötti három hónapban eszközállományuk mintegy 40 %-át elvesztették. A francia jog értelmében azonban ezek az alapok nem PPA-k voltak, hanem „kibővített PPA” néven bocsátották őket piacra.

⁽²⁾ Lásd Brady (2012) és Moody's (2010). Az IOSCO konzultációs jelentése (2012. április) a SEC-nek a szponzori segítségre vonatkozó megállapításait is részletesen kifejti: a 2007 augusztusa és 2008. december 31-e közötti időszakban az amerikai SEC szakértőinek becslése szerint az összes PPA csaknem 20 %-a részesült pénzalapkezelői vagy leányvállalati támogatásban.

kezelnék vagy szponzorálnak, szignifikánsan nagyobb kiáramlással és a befektetői pánik nagyobb kockázatával kellett szembesülniük. Az elemzők és a hitelminősítők ezenkívül a PPA-kat kínáló intézmények mérlegét és pénzügyi stabilitását is figyelembe vehetik. Ennélfogva a szponzori támogatás implicit jellege és a szponzor anyagi tehetségétől függő esetlegessége elbizonytalaníthatja a piaci szereplőket, aminek hatására a PPA-kat jobban veszélyezteti a befektetői pánik kialakulása. Általánosságban ugyanis az a rendszer, amely külső fél nyújtotta implicit és diszkrecionális garanciáktól függ, nem tekinthető szilárdnak, mivel a garantőr nem internalizálja az implicit megállapodás költségét (McCabe, 2011).

II.3. Az aktuális gazdasági környezet

A jelenlegi alacsony kamatszint mellett kérdésessé válik, hogy a PPA-k képesek lesznek-e fenntartani a CNAV-rendszert. Miután az EKB 2012 júliusában levitte a kamatot, igen erősen megcsappant azoknak a rövid lejáratú adósságpapíroknak a hozama, amelyekbe az európai PPA-k előszeretettel befektetnek, sőt előfordult negatív előjelű hozam is. Minthogy a CNAV-struktúra nem ismer veszteséget, a CNAV-szerkezetű alapok kezelői kénytelenek voltak felfüggeszteni a jegyzést, néhány alap pedig úgy határozott, hogy még ha közvetve is, de átér a változó nettó eszközérték alkalmazására. Néhány esetben a jegyek árfolyamának csökkentése helyett a befektetői kézben lévő jegyek számát redukálják, ami azt jelenti, hogy a tényleges veszteség a befektetőket terheli. Ennek egyik példaként 2012 októberében a JPMorgan Chase tájékoztatta befektetőit, hogy ezzel a módszerrel kezeli veszteségeit az irányítása alatt álló két nagy európai PPA-ban (az Euro Liquid Fund által kezelt eszközállomány [AuM] értéke 4 milliárd euro, a Government Liquidity Fundé pedig 13 milliárd euro). Azoknál az alapoknál, amelyek a befektetői jegyek értékét stabilan 1 eurón tartják, de a működési költségek és a negatív hozamok fedezésére a teljes számláról levonnak bizonyos mennyiségű jegyet, bevezettek egy új „flex” osztályt.

III. AZ EURÓPAI PPA-ÜZLETÁG SZERKEZETE

A PPA-k pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatásainak (amelynek elméleti vonatkozásaival az előző részben foglalkoztunk), valamint az ERKT-ajánlások IV. részben bemutatandó lehetséges hatásainak felmérése céljából ebben a részben kvantitatív elemzés segítségével részletesen bemutatjuk az európai PPA-üzletágot.

Az EKB statisztikái szerint az európai PPA-k által kezelt eszközállomány 2012 júniusában megközelítőleg 1 billió eurót tett ki, ami kevesebb, mint a 2008. évi 1,4 billió eurós csúcserték, és megközelíti a 2011-es szintet. Az alapok száma is visszaesett: 2011-ben még 1 300 volt, 2012 júniusában már csak 1 171. Az utóbbi időben tapasztalt visszaesés részben a szektor konszolidálásából ered, amire az I.2. részben említett CESR/ESMA-iránymutatásokban foglaltak végrehajtása nyomán került sor.

Az európai PPA-üzletág nagyjából 95 %-a a következő három országban összpontosul: Franciaország (piaci részesedésük az AuM 39 %-a), Luxemburg (31 %) és Írország (25 %). Az euroövezet befektetői alap üzletágából aggregált szinten 2012 júniusában a PPA-k a teljes AuM 15 %-át tették ki. A legnagyobb, 38 %-os részesedéssel a franciaországi alapok rendelkeznek, ezt követi Írország 32 %-kal, majd Luxemburg 11 %-kal. Az EU-beli PPA-k AuM-je ugyanakkor az euroövezeti (központi bankok nélküli) MPI-szektor teljes eszközállományának csupán 2,5 %-át teszi ki.

III.1. Az ERKT eseti felméréseinek tárgya

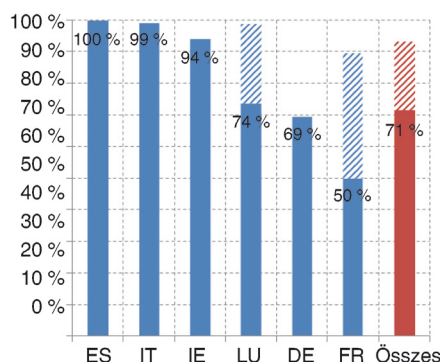
Az ERKT az egyedi alapok adatainak felhasználásával eseti felmérést készített a PPA-król, hogy az EKB statisztikáinál jobban tagolt információkhoz jusson. Hat országban (Franciaország, Németország, Írország, Olaszország, Luxemburg és Spanyolország) gyűjtöttünk adatokat a lehetőségek által megengedett alapossággal. A 2012. június végi állapotot tükröző adatok a mérlegszerkezetéről nyújtanak információt az alap típusa – CNAV, rövid lejáratú VNAV és egyéb VNAV – szerinti bontásban, ami az EKB statisztikái között nem található meg. A felmérés ezenkívül tartalmazza a CNAV-rendszerű alapok 2007 júniusa és 2012 júniusa között megfigyelt árnyékkárfolyam-adatait is.

Az ERKT felmérése az említett hat országban az üzletág AuM-jének 71 %-ára terjed ki az EKB statisztikái alapján⁽¹⁾. Az említett országokban az üzletág további 22 %-áról is gyűjtöttünk aggregált alapon kiegészítő információkat, amelyeket csak alaptípus, alapkezelő és az alap AuM-ben mért nagysága szerinti bontásban mutatunk be (lásd az I. ábrát). A felmérési adatok tehát a hat ország PPA-üzletágának összesen 93 %-át fedik le (az EU PPA-szektorának 89 %-át).

⁽¹⁾ A kötelezettségoldalról kevesebb információt sikerült gyűjteni, mivel hiányoznak a németországi székhelyű PPA-k befektetői bázisára vonatkozó adatok.

1. ábra

Az egyes országok lefedettsége az ERKT felmérésben (%)

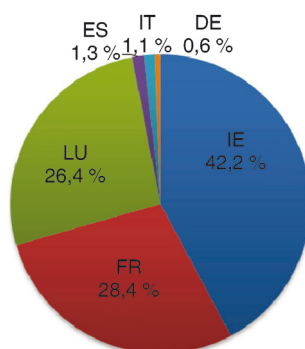


Forrás: ERKT-felmérés és EKB.

Megjegyzés: Az egyes országokban rezidens PPA-k teljes AuM-jének mintegy 75 %-át terveztük lefedni. A becsíkozott részek a részleges adatokat (tehát csak az alaptípust) jelzik. A PPA-k lefedettsége valójában nagyobb, ha figyelembe vesszük a kettős számbavételt (Franciaország esetében például eléri a 60 %-ot, ha nem számítjuk bele az alapok alapjait és az ún. master-feeder alapokat).

2. ábra

A minta összetétele (AuM, %)



Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzés: Csak a teljes adatszolgáltatást nyújtók aránya van feltüntetve.

A felmérésből kiderül, hogy a CNAV-rendszerű alapok az európai PPA-k teljes AuM-jének körülbelül 43 %-át (433 milliárd euro) teszik ki. Nagyjából kétharmaduk székhelye Írországból (272 milliárd euróval), egyharmaduké pedig Luxemburgban (161 milliárd euro) van. A franciaországi székhelyű PPA-k rövid lejáratú VNAV (RL-VNAV) rendszerű és egyéb VNAV-rendszerű (azaz az RL-VNAV- alapok nélkül vett) alapokat tartalmaznak 47 %-os, illetve 36 %-os arányban. Németországban, Olaszországban és Spanyolországban a PPA-k szinte kizárólag a VNAV-típusba tartoznak. A CNAV/VNAV megkülönböztetéssel kapcsolatban megjegyzendő, hogy a vonatkozó adatok a felmérésben részt vevő alapok saját osztályozásán alapulnak, mivel a CNAV és a VNAV nincs egyértelműen definiálva statisztikailag; néhány alap CNAV és VNAV befektetési jegyosztállyal is rendelkezik.

A felmérés 123 CNAV-típusú, luxemburgi és írországi székhelyű alapra terjed ki, amelyek a felmérésben részt vevő hat országban található alapoknak 13 %-át teszik ki, viszont az AuM-ből 45 %-kal részesednek (lásd az 1. táblázatot). Ezen kívül tartalmaz még 330 VNAV-típusú (köztük 124 RL-VNAV) alapot is a hat országból.

1. táblázat

Az AuM és az alapok számának megoszlása típus és ország szerinti bontásban (millió EUR)

	Franciaország		Írország		Luxemburg		Spanyolország		Olaszország		Németország		Telejs minta	
	Alapszám	AuM	Alapszám	AuM	Alapszám	AuM	Alapszám	AuM	Alapszám	AuM	Alapszám	AuM	Alapszám	AuM
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
RL-VNAV	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Egyéb VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
ÁÉKBV	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Nem ÁÉKBV	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
n/a	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Összes	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Forrás: ERKT-felmérés és EKB.

Megjegyzés: Az „Összesen” kategória az EKB-nak a PPA-k mérlegétteleiről összeállított statisztikáin és az MPI-k nyilvántartásán alapul. Az „Egyéb VNAV” kategória a felmérésben nem szereplő alapokra vonatkozik. Az n/a (nincs adat) kategória a francia alapok esetében a dolgozói programokra, a „feeder” alapokra, az alapok alapjaira és az egyetlen vagy limitált számú befektetőre korlátozott alapokra („fonsd dédiés”) vonatkozik, amelyek közé egyaránt tartozhat ÁÉKBV- és nem ÁÉKBV-alap is.

III.2. A PPA-k eszközeinek áttekintése

A gazdasági szektorokat tekintve az EKB készítette PPA-statisztikákból kiderül, hogy az alapok elsősorban az MPI-szektorba fektetnek be. Ezt az ERKT felmérése is alátámasztja, átlagosan 75 %-os lefedettséget megállapítva. A különféle alaptípusok között jellemzően nincs eltérés a kockázati pozíciót tekintve (lásd a 2. táblázatot és a 4. ábrát). A vállalati szektorral szembeni kockázati pozíció viszonylag kicsi (10 %). Az EKB-statisztikák is arra utalnak, hogy a nem pénzügyi vállalati (NPV) szektor adósságpapírjai az utóbbi években háttérbe szorultak a PPA-k eszközpórtfóliójában (lásd a 3. ábrát). A CESR/ESMA-iránymutatások a kibocsátók tekintetében hitelminőségre alapozott megszorításokat vezettek be. Az európai PPA-k eszközzallokációja ezért viszonylag kis számú, jó minőségű banki és nem banki kibocsátásban összpontosul (lásd FitchRatings, 2012).

2. táblázat

Befektetések alaptípus és szektor szerinti megoszlása (a teljes eszközállomány %-ában)

	MPI	NPV	Korm.	EPI
1 - CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 - RL-VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

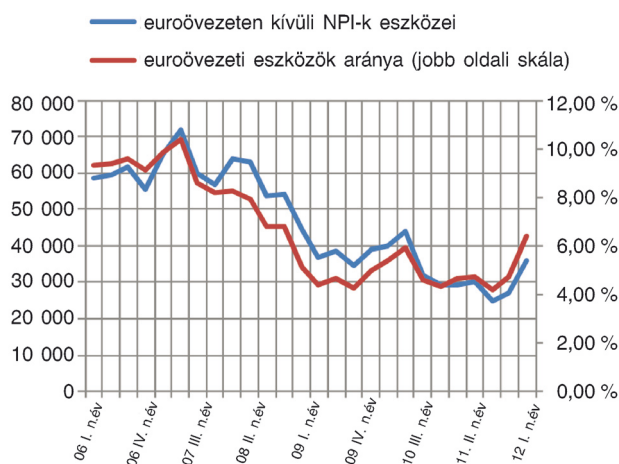
	MPI	NPV	Korm.	EPI
3 - VNAV (RL-VNAV nélkül)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - ÁÉKBV	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 - Nem ÁÉKBV	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Felmérés összesen	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
EKB összesen	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Forrás: ERKT-felmérés és EKB.

Megjegyzés: Az „EKB összesen” adat csak az euroövezeti partnereket tartalmazza.

3. ábra

A PPA-k NPV-szektorral szembeni kockázati pozíciói az euroövezetben (millió EUR, %)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az „euroövezeti eszközök arányát” az euroövezetben rezidens NPV-k által kibocsátott értékpapirokból álló PPA-eszközállomány és az összes euroövezeti rezidens által kibocsátott értékpapírokat tartalmazó PPA-eszközállomány hányadosaként számítjuk ki.

A 2. táblázatban bemutatott bontást figyelembe véve a PPA-k a többi szektorhoz képest fontos finanszírozási forrást jelentenek a bankok számára. Az EKB értékpapír-kibocsátásról szóló statisztikai is igazolják, hogy az euroövezetben a PPA-k fontos szerepet töltenek be az MPI-k rövid (azaz egy évnél rövidebb) lejáratú finanszírozásában. Ahogy a 3. táblázatból is kiténik, az euroövezeti bankok által kibocsátott rövid lejáratú adósságpapírok megközelítőleg 40 %-át ők birtokolják.

3. táblázat

Az euroövezeti, rövid lejáratú, teljes MPI-adósság részesedése az euroövezeti PPA-k állományában (millió EUR, %)

Időszak	PPA-eszközök	Kibocsátott értékpapír	Arány
2010. II. n.év	320 802	734 187	43,7 %
2010. III. n.év	314 738	743 246	42,3 %
2010. IV. n.év	299 593	572 050	52,4 %
2011. I. n.év	289 694	617 695	46,9 %
2011. II. n.év	245 488	582 244	42,2 %
2011. III. n.év	238 795	613 012	39,0 %

Időszak	PPA-eszközök	Kibocsátott értékpapír	Arány
2011. IV. n.év	228 310	702 274	32,5 %
2012. I. n.év	258 594	710 553	36,4 %
2012. II. n.év	254 974	677 840	37,6 %

Forrás: EKB.

Míg a franciaországi székhelyű VNAV-típusú alapoknak a belföldi MPI-szektor (bankok, más PPA-k) felé vannak jelentős kockázati pozícióik, az írországi CNAV-alapok éppen az EU-n kívüli MPI-k irányában rendelkeznek jelentős mértékű kitétséggel (lásd a 4. táblázatot és a 4. ábrát). A luxemburgi alapoknak ugyanakkor az EU-ban bejegyzett, Luxemburgon kívüli MPI-knél van több befektetésük. A német, olasz és spanyol PPA-k jellemzően többet fektetnek be a belföldi állami szektorba.

4. táblázat

Egyes PPA-k befektetési térség, alaptípus és szektor szerinti bontásban (millió EUR)

	Írországi CNAV-alapok				
	MPI	NPV	Korm.	EPI	Összes
Belföldi	12 661	1 531	57	2	14 251
Egyéb EU	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Egyéb	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Összes	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Luxemburgi CNAV-alapok				
	MPI	NPV	Korm.	EPI	Összes
Belföldi	965	0	446	0	1 411
Egyéb EU	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Egyéb	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Összes	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Franciaországi VNAV-alapok				
	MPI	NPV	Korm.	EPI	Összes
Belföldi	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Egyéb EU	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Egyéb	3 100	678	0	0	3 778
Összes	166 954	23 983	6 441	605	197 982

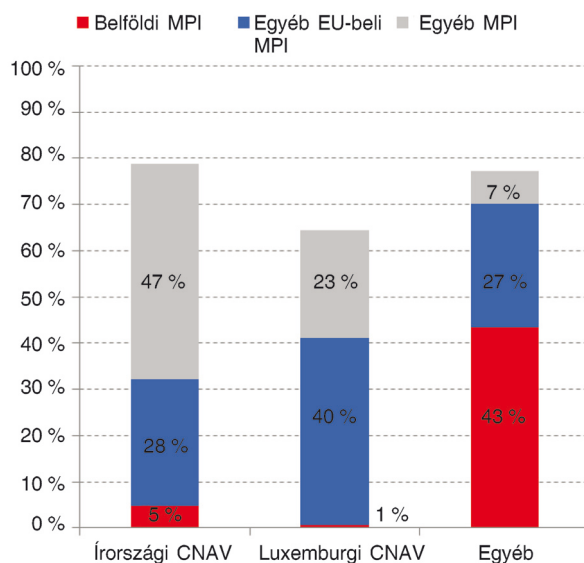
	Németországi, olaszországi, spanyolországi alapok				
	MPI	NPV	Korm.	EPI	Összes
Belföldi	6 390	213	10 093	101	16 797
Egyéb EU	1 887	338	1 345	136	3 706
Egyéb	284	54	237	8	583
Összes	8 561	604	11 675	245	21 086

Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzés: A teljes lefedettség a hat adatszolgáltató országban bejegyzett PPA-k AuM-jének 65 %-a.

4. ábra

Az MPI-kben tartott befektetések aránya földrajzi eredet szerint (%)



Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzés: Az „Egyéb” kategóriába a franciaországi, olaszországi, spanyolországi és németországi alapok, valamint az írországi és luxemburgi VNAV-típusú alapok tartoznak. Az ERKT felmérésének 100 %-át lefedi, az EU-beli PPA-k teljes AuM-jének pedig 70 %-át.

Ami az **eszköztípusokat** illeti, a felmérés eredményei alapján a PPA-k portfóliójában a legfontosabb eszközosztály a pénzügyi papír (rövid lejáratú vállalati kötvény, letéti jegy; lásd az 5. táblázatot). A penziós ügyletek, amelyek révén a PPA-k fedezet ellenében likviditást nyújtanak, a teljes AuM-nek mindössze 9 %-át teszik ki, és szinte teljes egészében az egyéb MPI-vel szembeni tranzakciókból származnak. Az eszközfedezetű értékpapírok (ABS) csak kis hányadot képviselnek. A „készpénz” (azaz a lejárat nélküli vagy rögzítetlen lejáratú betétek) a mintában található eszközök 6,6 %-át teszik ki; az ír CNAV-típusú alapok esetében magasabb (11 %) ez az arány, mint az egyéb alapoknál (pl. a luxemburgi CNAV-alapoknál 2 %, a francia RL-VNAV-alapoknál pedig 2,5 %).

5. táblázat

A befektetések alaptípus és eszközfajta szerinti megoszlása (%)

	Készpénz	Pénzügyi instrumentum		Penziós ügylet		ABS	Állampapír	Egyéb instrumentum/nem allokált
			ebből MPI-k felé		ebből MPI-k felé			
1 - CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - RL-VNAV	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - VNAV (RL-VNAV nélkül)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 - ÁÉKBV	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 - Nem ÁÉKBV	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Összes	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzés: A felmérésben foglalt teljes AuM-ben lévő százalékos arány. A „készpénz” kategória a nem rögzített futamidejű bankbetéteket is magában foglalja. A rögzített lejáratú betétek az „egyéb instrumentum” kategóriában vannak feltüntetve.

A felmérés a PPA eszközök **lejáratási időpontjáról** is tartalmaz adatokat; úgy tűnik, a CNAV-típusú alapoknak konzervatívabb a likviditási szerkezetük, hiszen jellemzően rövidebb lejáratokat alkalmaznak, mint az egyéb alapok. Így például a CNAV AuM-jének körülbelül 39 %-a (133 milliárd euro) egy héten belüli lejáratú, szemben a rövid lejáratú (főként francia) VNAV-típusú PPA-kra jellemző 22 %-kal és az egyéb, VNAV-típusú PPA-kra jellemző 16 %-kal (lásd a 6. táblázatot) ⁽¹⁾.

6. táblázat

Az eszközök alaptípus és lejáratási kosár szerinti megoszlása (%)

	Max. 1 nap overnight	> 1 nap; ≤ 1 hét	> 1 hét; ≤ 1 nap	> 1 hónap; ≤ 3 hónap	> 3 hónap; ≤ 6 hónap	> 6 hónap; ≤ 1 év	> 1 év; ≤ 397 nap	> 397 nap (PPA-k, kivéve RL-PPA-k)	Lefedett-ség
1 - CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - RL-VNAV	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 - VNAV (RL-VNAV nélkül)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 - ÁÉKBV	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 - Nem ÁÉKBV	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Összes	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzés: A lefedettség a teljes AuM-hez viszonyított (a felmérésben megállapított) részarányra utal; ezekre az adatokra a lejárat eloszlásról is rendelkezésre áll információ. A „Max. 1 nap overnight” kategóriába a lejáratási idő nélküli vagy nem rögzített lejáratú betétek is beletartoznak.

Az EKB statisztikái végül devizanem szerint csoportosítva is bemutatják az alapok eszközeit. A 7. táblázatban látható, hogy az ír PPA-k eszközállományának legnagyobb része font sterlingben (GBP) van denominálva, ezzel szemben a luxemburgi székhelyű PPA-k eszközállománya zömében USA-dollárban. Az eurótól eltérő devizában denominált eszközök a francia, német, olasz és spanyol alapok teljes AuM-jének elhanyagolható részét alkotják. Tudományosan meg nem erősített adatok szerint a PPA-kra nem jellemző az eszközök és források devizanemei közötti eltérés.

7. táblázat

Az írországi, luxemburgi és franciaországi székhelyű PPA-k eszközei devizanem szerinti bontásban (millió EUR, %)

	Eszköz pénzneve	Belföldi MPI-adósságpapír	Egyéb euro-övezeti MPI-adósságpapír	Belföldi nem MPI-adósságpapír	Egyéb euro-övezeti nem MPI-adósságpapír	Euroövezeten kívüli adósságpapír	Euroövezeten kívüli betét	Egyéb eszköz	Összes pénzne-menként	Pénz-nem %-os aránya	
Írország	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13 %	
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82 %	
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54 %	
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	n/a ⁽¹⁾								13 945	13 945	4,51 %
	Összes tételenként	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00 %	

⁽¹⁾ A megadott százalékok az ERKT felmérésében tárgyalt alapok teljes AuM-jére vonatkoznak, amelyről rendelkezésre áll a teljes lejárat szerkezet (pl. a CNAV-típusú alapok esetében a teljes AuM 81 %-a, az egyéb alapkategóriák esetében pedig 100 %-a). Ezek a százalékok tehát módosulhatnak, amennyiben az összes alapot felveszik a felmérésbe.

	Eszköz pénzneme	Belföldi MPI-adósságpapír	Egyéb euro-övezeti MPI-adósságpapír	Belföldi nem MPI-adósságpapír	Egyéb euro-övezeti nem MPI-adósságpapír	Euroövezeten kívüli adósságpapír	Euroövezeten kívüli betét	Egyéb eszköz	Összes pénznemenként	Pénznem %-os aránya
Luxemburg	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06 %
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98 %
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79 %
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01 %
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17 %
	n/a ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97 %
	Összes tételként	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00 %
Franciaország	EUR	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90 %
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22 %
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01 %
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17 %
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	n/a ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70 %
	Összes tételként	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00 %

Forrás: EKB.

(¹) Az „n/a” kategória a PPA-k következő állományait tartalmazza: i. Részvény és tőkereszesedés (általában elhanyagolható); ii. más PPA-kban való részesedés; iii. maradék eszköz. Franciaország esetében a ii.-es kategóriába tartozó 50 milliárd eurós állomány szignifikáns, és nagy valószínűséggel euróban van denominálva.

III.3. A PPA-befektetők áttekintése

A PPA-król készült EKB-statisztikák csak általános képet nyújtanak az alapok befektetői összetételéről, és azt is elsősorban az euroövezet vonatkozásában. Az ERKT felmérése újabb információkkal egészíti ki az EKB-statisztikákat a befektetői bázis szektorális összetételéről, különös tekintettel az euroövezeten kívüli befektetőkre. A 8. táblázatban a PPA-befektetők földrajzi megoszlását régió és az alap típusa szerinti bontásban láthatjuk a rendelkezésre álló két forrásból származó adatok alapján.

A földrajzi eloszlást vizsgálva a francia, olasz és spanyol alapok egyértelműen belföldi befektetői bázissal rendelkeznek, míg az ír és a luxemburgi alapok sokkal inkább a külső keresletre támaszkodnak. A befektetők földrajzi eredet szerinti összetételét bemutató két forrás között is van némi eltérés, különös tekintettel az ír és luxemburgi székhelyű alapok befektetőinek euroövezet/EU, illetve a világ többi része (egyéb) szerinti osztályozására (lásd a 8. táblázatot). Ez az eltérő adatlefedettség mellett azzal magyarázható, hogy az alapkezelőknek objektív nehézséget okoz a befektetők térség, illetve szektor szerinti osztályozása. A felmérési adatok szerint az EU-n kívüli befektetők a PPA-k befektetői bázisának jelentékeny részét alkotják (41 %), és ez az arány Írország esetében ennél jóval magasabb (70 %). A nem EU-s országból származó befektetők 90 %-a az EU-beli PPA-k közül a CNAV-típusú alapokba fektet. Végül a német PPA-k befektetői bázisáról csak az EKB készít statisztikát, amely szerint a belföldi befektetők vannak túlnyomó többségben.

8. táblázat

Az európai PPA-k befektetői bázisainak földrajzi megoszlása az EKB statisztikai és az ERKT felmérése alapján (millió EUR, %)

		BELFÖLDI	EURO-ÖVEZET (belföldi nélkül)	EU (belföldi nélkül)	Egyéb ⁽¹⁾	Reziduális	Összes (millió EUR)	BELFÖLDI	EURO-ÖVEZET (belföldi nélkül)	EU (belföldi nélkül)	Egyéb
Franciaország	EKB-adat	368 496	16 718	n/a	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n/a	1 %
	Felmérés	193 645	n/a	2 475	67	n/a	196 187	99 %	n/a	1 %	0 %
Írország	EKB-adat	15 789	36 487	n/a	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n/a	82 %
	Felmérés	17 018	n/a	71 563	202 364	n/a	290 945	6 %	n/a	25 %	70 %

		BELFÖLDI	EURO-ÖVEZET (belföldi nélkül)	EU (belföldi nélkül)	Egyéb ⁽¹⁾	Reziduális	Összes (millió EUR)	BELFÖLDI	EURO-ÖVEZET (belföldi nélkül)	EU (belföldi nélkül)	Egyéb
Luxemburg	EKB-adat	10 172	81 766	n/a	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n/a	61 %
	Felmérés	12 493	n/a	92 651	79 340	n/a	184 485	7 %	n/a	50 %	43 %
Olaszország	EKB-adat	7 820	12	n/a	22	80	7 934	99 %	0 %	n/a	0 %
	Felmérés	7 820	n/a	15	20	n/a	7 854	100 %	n/a	0 %	0 %
Spanyolország	EKB-adat	8 860	72	n/a	28	39	8 999	98 %	1 %	n/a	0 %
	Felmérés	8 881	n/a	100	0	n/a	8 981	99 %	n/a	1 %	0 %
Németország	EKB-adat	4 120	1 547	n/a	384	26	6 077	68 %	25 %	n/a	6 %
	Felmérés	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Összes	EKB-adat	435 941	137 229	n/a	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n/a	41 %
	Felmérés	239 857	n/a	166 804	281 791		688 452	35 %	n/a	24 %	41 %

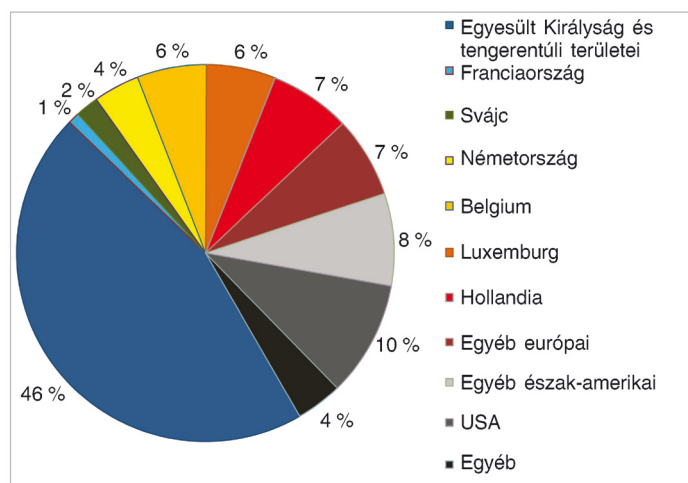
Forrás: ERKT-felmérés és EKB.

(¹) Az ERKT-felmérésben az EU-n kívüli befektetőket jelöli, az EKB adatai esetében pedig az euroövezeten kívüli rezidenseket.

A befektetői bázisra vonatkozó adatok bizonytalanságát tükrözik az IMMFA-adatok is, amelyek az EU-beli CNAV-típusú alapok EU-n kívüli befektetőinek arányát jóval kisebbre becülik (lásd az 5. ábrát).

5. ábra

Az IMMFA PPA-k befektetőinek aránya ország szerinti bontásban (2010. december)



Forrás: IMMFA (az ERKT 2012. évi műhelytanulmányából).

Az EU-beli PPA-k befektetői bázisának **szektor szerinti bontásából** (lásd a 9. táblázatot) látható, hogy az MPI-szektor fontos befektetői szerepet tölt be (a bázis 32 %-át teszi ki); utána következnek a vállalati szektor 21 %-os részesedéssel, a biztosítók és nyugdíjalapok 13 %-kal és az egyéb pénzügyi intézmények (pl. más befektetési alapok, fedezeti alapok) 12 %-kal. A PPA-k tehát nem csupán a bankok fontos finanszírozói, hanem maguk a bankok is a PPA-k fontos befektetői.

9. táblázat

Néhány alapkategória befektetői bázisa (millió EUR, %)

Alap típusa	Adatszolgáltató ország	ÖSSZES (millió EUR)	MPI	NPV	EPI	BNY	HT	Egyéb vagy n/a	Lefedtség ⁽¹⁾	Kiigazított lefedettség
1 - CNAV	Írország	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxemburg	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 - RL-VNAV	Franciaország	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Egyéb ország	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 - VNAV (RL-VNAV nélkül)	Franciaország	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Egyéb ország	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - ÁÉKBV	Összes ország	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - Nem ÁÉKBV	Összes ország	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
	Összes ország	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Forrás: ERKT-felmérés.

⁽¹⁾ Az alaptípus szerinti lefedettséget a teljes és a részleges adatszolgáltatás összegeként fejezzük ki. Az „összesen” adatok a hat adatszolgáltató ország összes alajáról szóló EKB-adatok alapján számított lefedettséget mutatja. A korrigált lefedettség az „egyéb vagy n/a” kategória nettó lefedettségét jelöli. **A pirossal jelzett mezők 20 milliárd eurónál nagyobb adatra utalnak.**

Az **nemzeti sajátosságokat** tekintve a luxemburgi és írországi székhelyű CNAV-típusú alapokban az adatok az MPI-befektetők dominanciájára utalnak, az ír CNAV-alapok esetében ezen kívül még az EU-n kívüli EPK-befektetők is igen jelentős tételek (22 %). A franciaországi RL-VNAV-alapok fő befektetői a biztosítók és a nyugdíjalapok. Az NPV-befektetések legnagyobb koncentrációja a luxemburgi székhelyű CNAV-típusú alapoknál (46 milliárd euro), a francia RL-VNAV nélküli VNAV-alapoknál (41 milliárd euro) és az ír CNAV-alapoknál (29 milliárd euro) figyelhető meg. Végül a spanyol és olasz PPA-befektetők túlnyomó többsége a háztartások közül kerül ki. Az EU háztartásainak teljes PPA-s befektetési állománya a hat adatszolgáltató országot figyelembe véve 32 milliárd euro értékű. Az EU-n kívüli háztartási befektetők jelentős része a luxemburgi CNAV-alapokba fektet be (16 milliárd euro).

III.4. Az üzletág koncentrációsága

Az európai PPA-üzletág meglehetősen összpontosított, különösen a CNAV-típusú alapok esetében. A felmérés szerint a tíz legnagyobb európai CNAV-alap piaci részesedése az összesen 123 alap közül mintegy 55 %, ami 226 milliárd euro értéket képvisel (lásd a 10. táblázatot). A tíz legnagyobb VNAV-típusú alap esetében ugyanez az arány 33 %, közülük mindössze egy nem franciaországi székhelyű. A nem ÁÉKBV-típusú alapok esetében a piaci részesedés 74 %-a a tíz legnagyobb alap kezében van ⁽¹⁾.

10. táblázat

A legnagyobb 3, 5, 10 és 20 alap koncentrációja az egyes alapkategóriákban (%)

Alap	CNAV, Írország	CNAV, Luxemburg	Franciaország	Összes CNAV	Összes VNAV	ÁÉKBV	Nem ÁÉKBV	Összes alap
Első 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Első 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Első 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

⁽¹⁾ Ez nagyrészt annak a nagy francia VNAV-alapnak tudható be, amely a felmérésben részt vevő nem ÁÉKBV típusú alapok 35 %-át képviseli.

Alap	CNAV, Írország	CNAV, Luxemburg	Franciaország	Összes CNAV	Összes VNAV	ÁÉKBV	Nem ÁÉKBV	Összes alap
Első 20	84,30 %	N/A	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzés: A „Franciaország” és az „Összes alap” elnevezésű kategóriákhoz tartozó részesedések az összes AuM százalékában vannak megadva az adatszolgáltató országokra vonatkozó EKB-statisztikák alapján; az összes többi kategória esetében a részesedés a megfelelő információval rendelkező alapok teljes AuM-jére vonatkozik (CNAV vagy VNAV, ÁÉKBV vagy nem ÁÉKBV), azaz a teljes AuM 89 %-a, illetve 82 %-a.

A kezelői csoport szerinti koncentráció elemzéséből kiderül, hogy az öt legnagyobb európai PPA-t kezelő csoport az EU teljes PPA-üzletágának 40 %-át, a legnagyobb tíz pedig 54 %-át teszi ki. A CNAV-üzletág még erősebben koncentrált, az öt legnagyobb csoport a luxemburgi tevékenység 87 %-át, az Írországinak pedig 59 %-át adja. A nem ÁÉKBV-típusú alapok esetében a három legnagyobb európai csoport a szektor állományának nagyjából 67 %-át kezeli. A tíz legnagyobb európai csoport közül hét banki kötődésű (az első ötből négy), kettő független alapkezelő, egy pedig egy biztosítótársaság tulajdonában van.

11. táblázat

A PPA-üzletág alapkezelői csoport szerinti koncentrációja (%)

Szponzor	CNAV, Írország	CNAV, Luxemburg	Franciaország	Összes CNAV	Összes VNAV	UCITS	Nem ÁÉKBV	Összes alap
Első 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Első 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Első 10	73,80 %	N/A	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzés: A „Franciaország” és az „Összes alap” elnevezésű kategóriákhoz tartozó részesedések az összes AuM százalékában vannak megadva az adatszolgáltató országokra vonatkozó EKB-statisztikák alapján; az összes többi kategória esetében a részesedés a megfelelő információval rendelkező alapok teljes AuM-jére vonatkozik (CNAV vagy VNAV, ÁÉKBV vagy nem ÁÉKBV), azaz a teljes AuM 89 %-a, illetve 82 %-a.

III.5. A CNAV-típusú alapok eltérése a névértéktől

A múltban az európai PPA-k esetében az árnyékárfolyamok és az állandó árfolyamok között voltak eltérések (azaz nem realizált piaci értékesítést szenvedtek el). Az ERKT felmérése szerint a 76 alpból álló mintából (amelynek AuM-je 414 milliárd euro) a 2007 júniusa és 2012 júniusa közötti időszakban 18 CNAV-típusú alap tapasztalt 10 bázispontig terjedő eltérést, 15 pedig még ennél is nagyobbat (lásd a 12. táblázatot). Ezenkívül a 10 bázispontnál nagyobb eltérést regisztráló 15 CNAV-alap közül 13 az AuM-ből 72 milliárd eurós értéket képvisel (!); köztük van a minta tíz legnagyobb alapja közül három. Néhány alap esetében azonban az eltérések a Lehman Brothers 2008-as összeomlása utáni hitelválságra korlátozódnak. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy ezekben az adatokban a CESR/ESMA PPA-szabályozói reformjait megelőző és követő időszakok adatai egyaránt benne vannak, és a felmérési adataiból nem derül ki, hogy melyik időszaktól származik az eltérés.

12. táblázat

A CNAV-alapok névértéktől való eltérései a 2007. június és 2012. június közötti időszakban (millió euro, %)

Eltérés	Összesen	Nagyságról rendelkezésre áll adatok			
	Az alapok száma	Az alapok száma	Összes NAV	Részesedés	NAV első 3
Max. 10 bázispont	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 vagy több bázispont	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzés: A névértéktől való eltérések száma a 2007 júniusa és 2012 júniusa közötti időszakban; vizsgált alapok: 78 CNAV (csak 65 alap nagyságról van adat).

(!) A másik két CNAV-alapról nincs adat.

IV. AZ ERKT AJÁNLÁSAI

IV.1. Az ajánlásokkal lefedett problémakör

Az ERKT ajánlásait az a **szakpolitikai cél** vezérli, hogy mérsékeljék a pénzügyi stabilitási kockázatokat, amelyek egyrészt az EU-beli székhelyű PPA-k bankszerű jellemzőiből, másrészt abból erednek, hogy – különösen a CNAV-típusú alapok esetében – gyakran alakul ki befektetői pánik. Az ajánlások ezenkívül a vonatkozó IOSCO-ajánlások helyes és következetes alkalmazását is célozzák Európában.

A Bizottság jelezte szándékát, hogy az ÁÉKBV-ekkel és PPA-kkal kapcsolatban az egész unióra kiterjedő jogszabályok kidolgozására készül. Az uniós szintjén összehangolt jogalkalmazás célját szem előtt tartva az ERKT ajánlásainak egyedüli **címzettje** a Bizottság. A Bizottság kikérheti az európai felügyeleti hatóságok – különösen az ESMA – tanácsát az ERKT ajánlásainak megvalósításáról, továbbá ezek összehangolt alkalmazása érdekében felszólíthatja a felügyeleket, hogy dolgozzák ki a szükséges technikai szabványokat, iránymutatásokat és ajánlásokat (ideértve az adatszolgáltatási és közzétételi űrlapokat). A PPA-szabályozáshoz kapcsolódó technikai szabványok kialakítása túlmegy a jelen függelék keretein.

Ami az ajánlások megvalósításának ütemezését illeti, az ÁÉKBV-keretreform menetrendjének figyelembevételével kérjük a Bizottságot, hogy 2013. június végéig, illetve 2014. június végéig számoljon be az ERKT-nak az ajánlások megvalósítása terén elért eredményekről. Az A. ajánláshoz emellett további átmeneti megoldásokat is javasolunk.

Az ERKT ajánlásai az IOSCO ajánlásainak megfelelően azokat a **befektetési alapokat veszik figyelembe**, amelyeket az EU-ban bejegyzett kollektív befektetési vállalkozásként ajánlanak/értékesítenek a befektetők számára, és amelyek a tőkeösszeg fenntartását, az egynapos likviditás biztosítását és a pénzügyi kamatoknak megfelelő hozam elérését tűzik ki célul. Különösen azokat az alapokat szólítják meg, amelyeket PPA-ként osztályoznak vagy értékesítenek, vagy amelyek a PPA-ra jellemző tulajdonságokkal (pl. tőkeösszeg fenntartására, napi visszaváltás biztosítására és a pénzügyi kamatokra való törekvés) rendelkeznek, vagy az olyan (pl. készpénzalapként, likvid vagy likviditási alapként vagy rövid lejáratú alapként) értékesített alapokra, amelyek értékesítése során az előbb bemutatott jellemzők érvényesülése valószínűsíthető. Amennyiben nincs külön utalás az alap típusára (pl. CNAV, VNAV, rövid lejáratú PPA, ÁÉKBV, nem ÁÉKBV), az ERKT ajánlásai az európai PPA-k fent meghatározott összes típusára érvényesek, függetlenül ezek nevével vagy az alkalmazandó szabályozói kerettől.

Az alábbiakban részletesen megvizsgáljuk az egyes ajánlásokat, kitérve a közgazdasági indoklásra, az értékelésre, a lehetséges előnyökre és hátrányokra, valamint ahol lehet, az ajánlás potenciális piaci hatásaira. Az értékelés keretében nagymértékben támaszkodunk kutatói tanulmányokra, külön az ebből a célból gyűjtött adatokra, valamint a piaci szereplőkkel folytatott megbeszélésekre.

IV.2. A. ajánlás – kötelező áttérés a változó nettó eszközérték alkalmazására

A **Bizottság részére ajánlott annak biztosítása, hogy a vonatkozó uniós jogszabály:**

1. **kötelezze a PPA-kat az ingadozó nettó eszközérték alkalmazására;**
2. **kötelezze a PPA-kat a valóság-hű értékelés általános alkalmazására és arra, hogy az amortizált bekerülési értéken való elszámolást csak néhány előre meghatározott körülmény fennállása esetén alkalmazzák.**

IV.2.1. Közgazdasági indoklás

a) Szakpolitikai opciók

A PPA-kal összefüggésben jelentős rendszerkockázatot okoz, hogy a PPA-k árnyékbanksi szervezetek, amelyek a bankokhoz hasonló gazdasági funkciót töltenek be. Igaz, hogy a piaci szabályozás hatálya alá esnek, de jogilag nem bankok, és nem vonatkozik rájuk a banki szabályozás (lásd a II. részt).

Az FSB által jóváhagyott IOSCO-ajánlások (2012. október) ennek a problémának a megoldását tűzik ki célul. Az IOSCO az FSB árnyékbanksi reformra vonatkozó konzultációs anyagára (2012. november) is támaszkodhat. A dokumentumban megállapítják, hogy a kockázatok kezelésének kétféle módja van: i. a PPA-k befektetői pánikra való érzékenysége hajlamosító ismérvek felszámolása, tehát a bankokéval megegyező betétjellegű tulajdonságok kiküszöbölése; ii. engedélyezik ugyan a PPA-knak a betétszerű ismérvek megtartását, de a prudenciális bankszabályozáshoz hasonlóan kockázatsökkentő intézkedéseket írnak elő.

Az első lehetőség értelmében a PPA-k befektetési jegyeinek értékelését kellene átalakítani, hogy megszűnjenek a betétszerű ismérvek. E szerint a jegyek értékelése során jobban figyelembe kell venni a PPA-k fedezeti eszközeinek értékét. Ennek értelmében a PPA-knak a VNAV-modellt és általában a valós értéken történő értékelést kell alkalmazniuk; az amortizált költségelszámolás további alkalmazása során nem szabad megengedni, hogy az eszközérték jelentősen eltérjen a valós

értéktől. A másik megoldás szerint a PPA-k számára továbbra is megengedett a CNAV-modell használata, de csak azzal a feltétellel, hogy működésüket szorosabb összhangba hozzák a banki szabályozással. Különösen fontos, hogy megfeleljenek a bankokkal szemben támasztott tőke-, likviditás-, valamint egyéb prudenciális követelményeknek, amelyek megvédik őket a pánikszerű betétkivonástól.

Éz olvasható az IOSCO 10. ajánlásában is, amelynek értelmében a stabil NAV-ot kínáló PPA-knak intézkedéseket kell hozniuk az eszközérték stabilitásához kapcsolódó speciális kockázatok csökkentésére, valamint internalizálniuk kell az e kockázatokból eredő költségeket. A szabályozó hatóságoknak, ahol megoldható, elő kell írniuk a változó NAV-rendszerre való áttérést. Ennek alternatívájaként garanciákat kell teremteni a stabil NAV-ot kínáló PPA-k alkalmazkodóképességének megerősítésére és a nagymérvű visszaváltási hullám kivédésére. Az FSB a fentebb említett 2012. novemberi konzultációs anyagában azt is kimondja, hogy ahol nem kivitelezhető az említett átalakítás, olyan garanciákat kell teremteni, amelyek hatása funkcionálisan megegyezik azokkal a tőke-, likviditási és egyéb prudenciális követelményekkel, amelyek a bankokat védik a váratlan betétkivonástól. Az IOSCO 4. ajánlása emellett kiköti, hogy a PPA-knak a valósághű értékelésre vonatkozó általános alapelvet betartva kell értékelniük a portfóliójukban szereplő értékpapírokat. Az amortizált bekerülési értéken való elszámolás módszerét csak korlátozott körülmények között szabad alkalmazni.

A CNAV-ról a VNAV-ra való áttérés mérlegelése során messzemenően számításba kell venni az aktuális nemzetközi folyamatokat (lásd az I.1. részt). Az FSB előreláthatólag 2013 szeptemberére véglegesíti az árnyékbanki tevékenységre vonatkozó ajánlásomagot (FSB, 2012. november). A piacok egymásrautaltságát és az árnyékbankrendszer erős adaptációs képességét figyelembe véve jogos az érvelés, hogy a PPA-kat is magában foglaló árnyékbanki tevékenységre vonatkozó javaslatoknak átfogóknak kell lenniük, és hogy a szakaszos, részleges megközelítés gyorsan arbitrázshoz vezethet. Az FSB közölte, hogy amint elkészülnek a végleges ajánlások, ki fogja dolgozni azokat az eljárásokat, amelyekkel garantálható a különféle árnyékbanki szakpolitikai ajánlások megfelelő érvényesítése. Ugyanakkor nem tervezi magukról a PPA-król szóló további ajánlások kidolgozását.

A PPA-termék alaptermészetét figyelembe véve azt a szakpolitikai megoldást részesítjük előnyben, hogy a CNAV-típusú alapoknak VNAV-alapokká való átalakítása révén erősítsék meg a PPA-k befektetési jellegét, és csökkentsék banki/betétjellegű tulajdonságaikat. Az IOSCO 10. ajánlásában foglaltakhoz képest ez tovább lépés, amit az indokol, hogy e megoldás révén a befektetők kisebb késztetést éreznének a pánikszerű kivonulásra, javulna az ártranszparencia, és csökkenne az egymásrautaltság, ahogy azt a továbbiakban kifejtiük.

b) Kockázatcsökkentés

Ugyan a befektetői pánik az alapok minden lejárati vagy likviditási eltéréssel jellemezhető típusánál előfordulhat, a CNAV-típusú alapok esetében valószínűbb, hogy romló piaci helyzetben a befektető kihasználja az „elsőként reagáló előnyt” (lásd a II.1. részt). A VNAV-ra való áttérés csökkenti a CNAV-típusú alapokhoz kapcsolódó speciális kockázatokat és a hitelesemény hatásait. A VNAV-modellnek köszönhetően a **részvényes kevesebb késztetést érez arra, hogy kivonja befektetését**, amikor az alap szerény mértékű veszteséget szenved el. Ahogy a II. részben leírtuk, már kis veszteség esetében is megrohanhatják a PPA-t, ami a többi PPA-ra is átterjedhet. Az amortizált bekerülési értéken való elszámolásból és a NAV-kerekítésből eredő elsőként reagálás előnyt úgy is lehet mérsékelni, hogy a befektetőket az aktuális veszteséget tükröző NAV-on történő visszaváltásra kényszerítik, ami azzal jár, hogy kisebb veszteség terhelődik át a megmaradó befektetési jegy-tulajdonosokra.

Az amortizált bekerülési költségen való elszámolás és a kerekítés megszüntetése révén a befektetők **jobban átlátják az árakat**. A VNAV-típusú alapokban ugyanis a többi kollektív befektetési vállalkozáshoz (KBV) hasonlóan ingadozhat a jegyek árfolyama, így a befektetők tisztában lehetnek a természetükből fakadó kockázatokkal és azzal, hogy miben különböznek a betétől. Az átalakítás mérsékelheti azokat a befektetői várakozásokat, hogy a PPA-k kis valószínűséggel szenvednek el veszteséget; ha az alapnak mégsem sikerül megfelelnie ezeknek a várakozásoknak, kisebb a veszély, hogy pánik tör ki. A befektetők számára természetesebbé válnak a rendszeres ingadozások, és így – akárcsak az egyéb befektetési termékek esetében – könnyebben elfogadják őket, hiszen a piaci árfolyamok esése ekkor már nem utal szükségyszerűen a portfóliót alkotó értékpapírok nemteljesítésére⁽¹⁾. A VNAV a portfólióeszközök minőségével kapcsolatos bizonytalanságot is csökkentheti, mivel ez a NAV-ban fog tükröződni.

⁽¹⁾ 2011 nyarán például ingadozott az európai VNAV-típusú PPA-k értéke, ami a változó piaci helyzetnek és a megnövekedett volatilitásnak volt betudható. Az ingadozás mindazonáltal nem befolyásolta túlzottan a visszaváltásokat, ami arra utal, hogy a befektetők elfogadták az alap nettó eszközértékének átmeneti változékonyságát (még negatív irányban is).

A kisebb hitel- és kamatkockázattal járó, nagyon rövid futamidőre befektető PPA-k esetében a kisebb kockázat valószínűleg a kevésbé ingadozó NAV-ban mutatkozik majd meg. Mivel a befektetők különféle piaci helyzetekben tudják összehasonlítani a napi szintű ingadozásokat, az információk birtokában a kockázat-hozam preferenciáiknak jobban megfelelő döntéseket tudnak hozni.

Még ha az említett első reagáló előnye mérséklődik is, megmarad a készlet – habár kisebb mértékben –, hogy a többiek előtt váltsák vissza a jegyeket. Mivel a PPA-knak nincs 100 %-os napi likviditásuk, szélsőséges esetben előfordulhat, hogy a befektetők kivonási igényeit nem tudják kielégíteni. Emiatt nagy volumenű visszaváltás esetén a befektetők továbbra is visszaváltásra lehetnek ösztönözve (mint bármely más befektetési alapnál), mivel a soron következő beváltási kérelmek a kevésbé likvid eszközök értékesítésére kényszeríthetik az alapot, amely így potenciálisan veszteséget szenved el. A VNAV-típusú alapoknál meglévő számviteli bizonytalanság is súlyosbíthatja a pánik kialakulásának kockázatát.

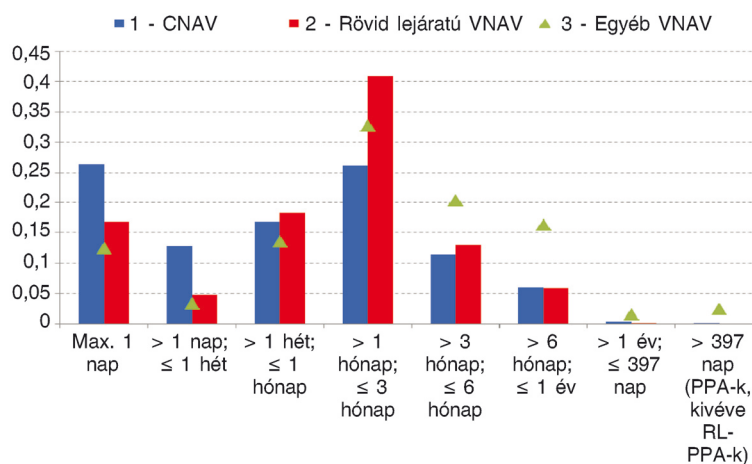
Az említett kockázatok további korlátozása érdekében – a VNAV-típusú alapokat is idevéve – az ajánlásban az egységes instrumentumok értékelésével is foglalkozunk. A PPA-knak általánosságban biztosítaniuk kell, hogy az eszközöket folyó piaci árfolyamon értékeljék, feltéve, hogy ezek rendelkezésre állnak, megbízhatóak és naprakészek. Ahol a piaci árfolyam nem áll rendelkezésre vagy nem megbízható, az alapnak általánosságban az aktuális hozamgörbén és a kibocsátói kamatrésen alapuló értékelési modellel kell a portfólióban található papírokat értékelnie.

Az ajánlásban nem javasoljuk az amortizált bekerülési értéken való elszámolás teljes tiltását. Ha viszont továbbra is megengedik ezt a számviteli módszert, erős garanciákat kell biztosítani a téves árazás kockázatának mérséklésére. Az IOSCO-ajánlással összhangban az az amortizált bekerülési értéken való elszámolást csak olyan helyzetben kellene alkalmazni, ahol ez a módszer vélhetően lehetővé teszi az instrumentum árának megfelelő közelítését.

Az instrumentum reziduális futamidejének tekintetében korlátozni kell az említett számviteli módszer alkalmazását, mivel így jelentősen redukálható a PPA CNAV-árfolyama és tényleges árfolyama közötti eltérés kockázata. Míg az IOSCO ajánlásában 90 nap szerepel, az ennél is rövidebb maximális maradvány-futamidejű instrumentumok esetében felléphet a kamat- és hitelkockázatra való érzékenység. Ezzel összefüggésben megjegyzendő, hogy az európai PPA-k (különösen a CNAV-alapok) nagy arányban rendelkeznek olyan eszközállományokkal, amelyek maradvány-futamideje kevesebb, mint 90 nap (lásd a 6. ábrát). Az USA-ban a SEC (1977) csak 60 vagy még kevesebb napnál rövidebb maradvány-futamidő esetén teszi lehetővé az amortizált költséggel értékelt befektetési alapokat, és további garanciákat is megkíván⁽¹⁾. Igaz ugyan, hogy az összes korlátozást kumulált alapon alkalmazzák, amennyiben maximálisan 90 napot vennének figyelembe, fellépne annak a kockázata, hogy az amortizált bekerülési értéken való elszámolást túlzott mértékben alkalmazzák. A CNAV-típusú alapok esetében az eszközök akár 0,5 %-os félreárázása is arra ösztönözheti a befektetőket, hogy azonnal kivonják forrásaikat az alaptól, hiszen így névértéken válthatják vissza jegyeiket, még azelőtt, hogy az alap értéke 1 euro alá esne.

6. ábra

Az eszközök lejárat szerkezete alaptípus szerinti bontásban (%)



Forrás: az ERKT felmérése.

Megjegyzés: A „Max. 1 nap” kategóriába a lejárat idő nélküli vagy korlátozás nélküli lejárat idővel rendelkező betétek is beletartoznak. A CNAV-alapok az AuM 82 %-át fedik le.

⁽¹⁾ A 2a-7 szabály jelenleg megengedi, hogy a PPA-k eltérjenek ettől az általános szabálytól, engedélyezve, hogy amortizált költségen számoljanak el, és az említett korlátozás nélkül kerekítsenek. Az FSOC (2012) szerint a VNAV-rendszerre való áttérés az említett mentesség megvonását tenné szükségessé, és a PPA-k számára ettől kezdve kötelező lenne, hogy a többi befektetési alaphoz hasonlóan értékeljék a portfólióikat. Ennek megfelelően csak akkor használhatnának amortizált költségen való értékelést, ha a fennmaradó futamidő nem több mint 60 nap, és további feltételeket is teljesíteniük kellene.

A likviditási követelményekről szóló B. ajánlás a VNAV-alapokkal is foglalkozik, és a befektetői pánik kockázatát várhatóan tovább csökkenti. Meg kell állapítani ugyanakkor, hogy még ha valószínűsíthető is a kockázatok csökkentése, nem lehet teljesen kiküszöbölni a befektetői pánik kockázatát, mivel a PPA-k futamidő-transzformációt végeznek.

Az A. ajánlás végül segíthet a PPA-szponzorok **egymásrautaltság**ához kapcsolódó rendszerkockázat kezelésében, mivel a VNAV bármilyen ingadozása miatt a befektetők kevésbé támaszkodnak a burkolt, diszkrecionális szponzori támogatásra. Ennek az az oka, hogy a VNAV-típusú alapok szponzorai kisebb készletet éreznek arra, hogy közbelépjenek a befektetési jegyek árfolyamának stabilizálása érdekében.

IV.2.2. Értékelés

a) Lehetséges hatások

Körültekintően értékelendő, hogy a PPA-kra vonatkozó szakpolitikai opciók miként hathatnak a pénzügyi stabilitásra és a piac működésére. A nemzetközi téren manapság leggyakrabban tárgyalt opció a CNAV-rendszerű alapokról a VNAV-rendszerű alapokra való kötelező áttérés. A PPA-k teremtette nemzetközi kapcsolatokat figyelembe véve az lenne a legjobb megoldás, ha globális szinten egységesítenék a szabályozói beavatkozásokat. Jelentésünk összeállításának időpontjában azonban nem tudni, hogy az USA (a világ legnagyobb PPA-piaca) belátható időn belül tovább reformálja-e szabályozórendszerét. Európában ugyanakkor több kezdeményezés született az ÁÉKBV-keretrendszer törvényi szabályozására, ami lehetőséget kínálhat a PPA-kból fakadó rendszerkockázat további csökkentését célzó intézkedések megtételére (lásd az I. részt).

Elképzelhető, hogy az európai PPA-k VNAV-rendszerre való kötelező (és egyoldalú) áttérése csekély hatást gyakorolna az európai PPA-üzletágra, mivel a CNAV-rendszerű PPA-k alighanem érzéketlenek az alap tényleges besorolására, inkább a mögöttes eszköztétek foglalkoztatja őket. Ugyanakkor az is megtörténhet, hogy az európai CNAV-rendszerű alapok eszközei hirtelen más joghatósági területekre vagy alternatív termékekbe áramlanak, ami komoly hatással lehet az európai hitelfelvevők, főleg a bankok rövid távú finanszírozási költségeire és lehetőségeire.

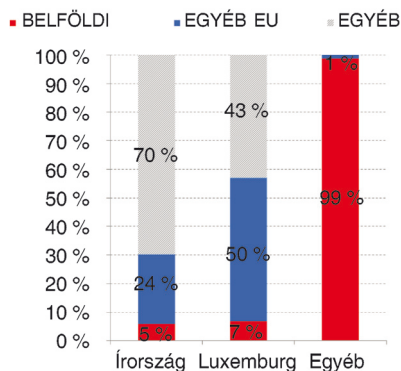
Az ERKT magánpiaci szereplők számára szervezett kerekasztal-beszélgetésén az üzletág több képviselője azzal érvelt, hogy az EU-n belüli befektetők kereslete valószínűleg nem csappan meg, az EU-n kívüli, elsősorban amerikai befektetőké azonban igen, hiszen őket kimondottan a CNAV-rendszerű alapok jellege vonzotta. Amennyiben az USA belátható időn belül nem hajt végre vagy nem tervez hasonló szabályozói reformokat, az amerikai befektetői kereslet számottevően visszaeshet. Bár a VNAV-rendszerű alapokra történő esetleges egyoldalú európai áttérés hatásait – nem kis mértékben a befektetői magatartás bizonytalanságai miatt – igen nehéz felmérni, a II. részben szereplő hasznos adatok legalább némi támpontot nyújtanak.

A CNAV-rendszerű alapok kockázati pozíciói az EU-n kívüli MPI-k felé – az EU-n belüli MPI-kkel szembeni összeghez (146 milliárd euro) képest – igen jelentősek (összesen 161 milliárd euro), ami főleg az ír alapoknak tudható be (128 milliárd euro, az összes kezelt eszközállomány 47 %-a). Az ír CNAV-rendszerű alapok kockázati pozíciói az EU-n belüli MPI-k felé is nagyok (75 milliárd euro). Luxemburg kockázati pozíciói az EU-n belüli MPI-k felé nagyobbak (58 milliárd euro), mint az EU-n kívüliek felé (33 milliárd euro), bár ebben az esetben a lefedettség alacsonyabb, így ezek az adatok elmaradhatnak a valós kockázati pozícióktól. A VNAV-rendszerre történő kötelező áttérés ezért érintheti az európai MPI-k 146 milliárd eurós finanszírozását, bár valószínű, hogy ennek egy része náluk marad, például az európai bankok által kibocsátott közvetlen értékpapír-állományok vagy bankbetétek formájában.

A PPA-befektetők földrajzi megoszlását illetően komoly bizonytalanság uralkodik, amit az EKB-statisztikák és az ERKT eseti felméréseinek adatai között mutatkozó különbségek is szemléltetnek (lásd az III.3. rész 9. táblázatát). CNAV-rendszerű alapok főleg Írországból és Luxemburgból működnek, befektetőik földrajzi és szektoronkénti megoszlásáról a III.2. rész 4. táblázata szolgáltat információkat (lásd még az alábbi 7. és 8. ábrát).

7. ábra

PPA-befektetők földrajzi megoszlása (%)

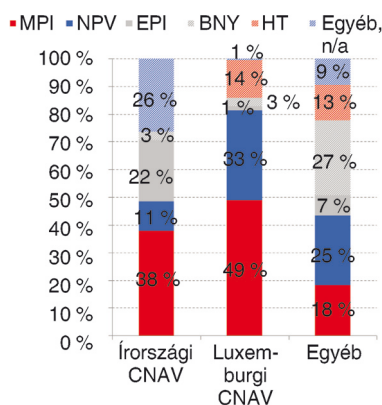


Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzések: Az „Egyéb” kategóriába a franciaországi, olaszországi, spanyolországi és németországi alapok tartoznak. Az ERKT felméréseinek 100 %-át lefedi, az EU-beli PPA-k teljes AuM-jének pedig 70 %-át.

8. ábra

PPA-befektetők szektoronkénti megoszlása (%)



Forrás: ERKT-felmérés.

Megjegyzések: Az „Egyéb” kategóriába a franciaországi, olaszországi, spanyolországi és németországi alapok, valamint az írországi és luxemburgi VNAV-típusú alapok tartoznak. Az ERKT felméréseinek 100 %-át lefedi, az EU-beli PPA-k teljes AuM-jének pedig 70 %-át.

Az ERKT-felmérés eredményei szerint az ír PPA-kban 70 % (vagy 202 milliárd euro) az EU-n kívüli befektetők aránya (lásd a 7. ábrát). Az összes PPA-t lefedő EKB-statisztika szerint viszont az euroövezeten kívüli befektetők aránya 82 % (vagy 253 milliárd euro). Ugyanakkor valószínűtlen, hogy az Egyesült Királyság és a többi euroövezeten kívüli EU-tagállam befektetői mindössze 51 milliárd euróval (a két összeg különbségével) részesednek, miközben a font sterlingben denominált alapok értéke 134 milliárd euro. Bár pontos adattal nem rendelkezünk, az ERKT-felmérésben szereplő számot (202 milliárd euro) tekinthetjük a lehetséges érték felső határának, az alsó határt pedig úgy számíthatjuk ki az EKB-statisztikából, hogy a font sterlingben denominált alapok teljes értékét kivonjuk az egyéb szektorban szereplő teljes értékből. (Az így kapott 119 milliárd euro a 253 milliárd euro és a 134 milliárd euro különbsége). Az egyéb befektetők írországi részesedése tehát 119 milliárd és 202 milliárd euro közé esik. A felmérés szerint ezek elsősorban a CNAV-rendszerű alapokba fektetnek be (84 %).

Ami Luxemburgot illeti, a felmérés csak a PPA-k befektetői bázisának egy részét, az összes befektetett összeg mintegy 74 %-át fedte le. Az adatok szerint az egyéb (azaz EU-n kívüli) szektor részesedése mintegy 79 milliárd euro, a teljes befektetői bázis 43 %-a. Ugyanakkor az EKB-statisztika vonatkozó adata, amely a brit befektetőket is tartalmazza, 152 milliárd euro, vagyis a teljes befektetői bázis 61 %-a. Ha ebből levonjuk a font sterlingben denominált luxemburgi alapok (mintegy 20 milliárd eurós) értékét, a két adat közötti sáv akkor is elég széles marad (79-132 milliárd euro).

A CNAV-rendszerű alapokról csak az ERKT-felmérés eredményei állnak rendelkezésre. E forrás szerint az EU-n kívüli befektetők 257 milliárd euróval vagy 62 %-kal részesednek a teljes befektetői bázisból. Minthogy a befektetők eredete bizonytalan, ezt az értéket valószínűleg túlbecsülték.

Az ERKT-felmérés szerint az EU-n kívül tehát összesen 257 milliárd euro értékű befektetői kereslet (a teljes kereslet 25 %-a) mutatkozhat. Elképzelhető, hogy ezeket a befektetőket kimondottan a CNAV-rendszerű alapok tulajdonságai vonzzák. Sajnos a befektetői bázis földrajzi megoszlásából nem állapítható meg az amerikai befektetők besorolása. Ha a VNAV-rendszerű alapokra történő áttérés miatt elvesznek ezek a befektetők, távozásuk az európai PPA-k által kezelt eszköz-állományok negyedét is érintheti, és ez az MPI-k finanszírozására is kihathat. Minthogy azonban a CNAV-rendszerű alapok nagyrészt az EU-n kívül fektetnek be (lásd a III.2 rész 4. táblázatát), az európai PPA-kra gyakorolt hatás korlátozottabb lehet. Ráadásul a felmérésben valószínűleg jócskán eltúlozták az EU-n kívüli befektetők részesedését. Az IMMFA adatai szerint az egyesült államokbeli befektetők részesedése 10 %-os, azaz mintegy 40 milliárd eurót tesz ki. Távozásuk tehát viszonylag csekély közvetlen hatással járna.

b) Átmeneti intézkedések

A VNAV-rendszerű alapokra való kötelező áttéréshez több okból is átmeneti intézkedésekre lesz szükség. A CNAV-rendszerű alapok átalakítása VNAV-rendszerűvé ugyanis a működés szempontjából komoly kihívást jelent a vezetőknek és a befektetőknek, hiszen feltehetőleg az informatikai és a back office rendszereket is át kell alakítani. Ha a befektetők félnek, hogy az „igazi” VNAV-rendszerű alapok különböznek a jelenlegi CNAV-rendszerűektől és ebből esetleg veszteségük származik, nagyarányú visszaváltás is előfordulhat. Ezért azt ajánlják, hogy a meglévő PPA-k számára szabjanak meg megfelelő hosszúságú átmeneti időszakot, amelyben a CNAV fennmarad, de el lehet végezni a szükséges átalakításokat. A CNAV-rendszerű alapoknak meghatározandó átmeneti időszak az alkalmazandó szabályok közzétételétől számítva legalább két év lehet. A PPA-knak igen körültekintően, jóval a VNAV-rendszerre történő áttérés előtt, a lépés következményeinek ismertetésével együtt kell bejelenteniük, hogy mire készülnek. Ennek az időnek arra is elegendőnek kell lennie, hogy a befektetők számításba vegyék a PPA-kra vonatkozó esetleges amerikai reformokat, ami csillapíthatja az Európa „éllovasi” szerepével kapcsolatos aggodalmaikat.

c) Tőkekövetelmény mint lehetséges megoldás

Indoklás

Ha a VNAV-rendszerre történő áttérés kivitelezhetetlen, az FSB (2012. november) alternatívaként olyan követelmények érvényesítését javasolja, amelyek hatásukban megegyeznek a prudenciális banki szabályozással. Ha nem születik európai jogszabály, amely kötelezővé teszi a CNAV-rendszerű PPA-k átalakítását VNAV-rendszerűvé, a banki szabályozással összhangban szigorú garanciákat, köztük tőkekövetelményeket kell alkalmazni.

Az alábbiakban a tőkekövetelményekre összpontosítunk. A formális tőkekövetelmények ésszerűsége abban rejlik, hogy a CNAV-rendszerű alapok és a (banki tőkekövetelmények révén védett) bankbetétek fogalmilag több szempontból párhuzamba állíthatók. A CNAV-rendszerben megszabott tőkekövetelményeknek az a céljuk, hogy az alapok nagyobb mértékben legyenek képesek elviselni az eszközök teljes értékvesztéséből vagy a visszaváltási igények teljesítéséhez szükséges eszközadásokból fakadó és így a részvényérték stabilitását fenyegető veszteségeket. Ez enyhítheti az alapokkal összefüggő rendszerkockázatot, mert piaci feszültségek idején csökkenti az elsőként reagáló előnyt és – ameddig a várható veszteségek kisebbek, mint a tőkepuffer – csillapítja a befektetők visszaváltási hajlandóságát.⁽¹⁾

A tőkekövetelményeken kívül a CNAV-rendszerű PPA-któl megkövetelhetik, hogy kérjenek korlátozott felhasználású banki engedélyt (lásd Európai Parlament, 2012). Ez biztosítaná, hogy a CNAV-rendszerű alapokra – és különösen a tőkéjükre – a bankihoz hasonló prudenciális szabályozás vonatkozzon. Emellett az alapok is élvezhetnék a betétbiztosítás és a központi banki likviditás előnyeit.

Lehetséges modellek

Nemzetközi szinten a tőkekövetelmények két lehetséges formájáról tárgyalnak: i. befektetők által finanszírozott NAV-puffer; ii. alapkezelők számára megszabott tőkekövetelmények. Az alábbiakban mindkét modellt részletesebben is tárgyaljuk.

i. Piaci finanszírozású NAV-puffer

Az egyik lehetőség a NAV-puffer lenne: a PPA-k jövedelmük egy részét visszatartva alapszintű tőketartalékot képeznének, amely védelmet nyújtana az esetleges veszteségekkel szemben. A minimális NAV-puffert jogszabály határozná meg, ennek elérése után az alapok abbahagyhatnák a jövedelem-visszatartást. Az elgondolásnak azonban több hátránya is van (lásd IOSCO, 2012. október).

⁽¹⁾ Lásd például Gordon és Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Időbe telne, amíg sikerülne elegendően nagy tartalékot felhalmozni, ha pedig a pufferképzés sokáig tart, az átmeneti időszakban csupán korlátozott haszna lehet. Kisebb puffer ugyan gyorsabban képezhető, de annak sem lenne több haszna. Megléte ugyanakkor téves benyomást keltene, a befektetői veszteségekkel szembeni védelem a valóságosnál nagyobbak tűnne, ami növelné a rendszerkockázatot. A mai alacsonyabb kamatszinttel jellemezhető környezetben igen nehéz lenne nagyobb puffereket képezni.

A pufferképzés ráadásul azzal járna, hogy a puffer feltöltésében részt vevő jelenlegi jegytulajdonosok helyett részben a később bekapcsolódók élveznék a puffer előnyeit.

Mint hogy a puffer közvetlenül csökkenti az alap által ígérhető hozamot, megcsappanhat a PPA-kba történő befektetések vonzereje, és visszaeshet a befektetői kereslet. A pufferképzést elkerülni akaró alapok ki is vonulhatnak a piacról, amivel szűkül az üzletág és az MPI-k rövid lejáratú finanszírozásának e fontos forrása.

A puffereket végső soron a jegytulajdonosok képeznék, az alapkezelők és szponzorok anyagi részesedése nélkül, ami csökkenthetné az utóbbi két csoport érdekeltségét a prudens kockázatkezelésben.

ii. Az explicit szponzori garanciák tőkekövetelményei

A második lehetőség az lenne, hogy a PPA-kezelők és szponzorok explicit kötelezettséget vállalnának az impliciten egyébként is gyakran vállalt pénzügyi támogatásra. Ezzel kötelezővé válna az a (jelenleg diszkrecionális) támogatás, amelyre a PPA-k a múltban gyakran támaszkodtak, a szponzorok és alapkezelők pedig kénytelenek lennének internalizálni a vonatkozó költségeket. Ez az explicit kötelezettségvállalás azért ésszerű megoldás, mert – amint az a II.2 részből kiténik – a szponzori támogatás diszkrecionális jellege a rendszerkockázat egyik forrása.

A PPA alapkezelőktől vagy általánosabb értelemben véve a szponzoroktól megkövetelhetik, hogy hozzanak létre és finanszírozzanak egy olyan feltételhez kötve felhasználható pénzalapot, amely fedezi a PPA veszteségeit. A tőke, amelyet a PPA-n kívül tartanának, a szponzorok és garanciavállalók tulajdonában lévő részvénytőke lenne, nem pedig a PPA forrása. A befektetők közvetve, például magasabb költségekkel és díjakkal járulnának ehhez hozzá, ami csökkentheti a keresletüket. Az is egy lehetőség, hogy az alapkezelő és a szponzor azzal a feltétellel vállal explicit garanciát, hogy maga is szabályozott szervezet, amelyre prudenciális tőkekövetelmények vonatkoznak.

A puffer nagysága

A tőkepuffernek vagy -követelménynek akkorának kell lennie, hogy komoly védelmet nyújtson a veszteségekkel szemben, és ezzel hathatósan csökkentse a befektetői pánik kockázatát. Ellenkező esetben akkor is hasonló indítékok adódnának a pánikra, ha egy alap befektetői úgy vélik, hogy a veszteségek kockázata nagyobb a tőkepuffer által lefedettnél, mint amikor egy alapnál bizonytalanná válik, hogy a garantőr képes-e támogatást nyújtani. A szponzorok nyújtotta explicit garancia tőkekövetelményének összhangban kell állnia a szabályozórendszer által a bankok számára megszabott tőkekövetelményekkel. Ez különösen akkor fontos, ha fennmarad a CNAV-modell.

A **Squam Lake Group** (2011) azt javasolja, hogy a megkívánt puffer nagyságának meghatározásakor azokból az összegekből induljanak ki, amelyekkel a szponzorok a múltban hozzájárultak ahhoz, hogy a CNAV-rendszerű alapokban a befektetési jegyek nettó eszközértéke ne essen 1 USA-dollár alá. A Lehman-csőd bejelentése utáni két napban tehát, amikor a Reserve Primary Fund 97 dollárcentes minimális nettó eszközértéket jelentett, jegyenként legalább 0,03 USA-dolláros pufferre lett volna szükség.

Az **FSOC** (2012) az alap eszközeinek kockázatosságához javasolja igazítani a puffert: i. készpénzre, kincstári értékpapírokra és kincstári repókra (kizárólag készpénzzel vagy kincstári értékpapírokkal fedezett repókra) nem lenne pufferképzési kötelezettség; ii. a többi egynapos futamidejű likvid eszközre (vagy az adómentes alapok esetében az egyhetes futamidejű likvid eszközökre) 0,75 %-os puffert; iii. az összes többi eszközre pedig 1,00 %-os puffert kellene képezni. A NAV-puffert a CNAV-rendszerű alapok jegyei árfolyamának stabilizálásához szükséges eszközökön felül képeznék. Az FSOC azt is megemlíti, hogy bár a PPA-k rendszerint kevésbé kockázatos értékpapírokba fektetnek be, a tapasztalat azt mutatja, hogy az alapokat a fent említett 1 %-os NAV-pufferszint feletti veszteségek is érhetik. Az FSOC ezért másik alternatívát kínál, amelyben a puffer (ismét az eszközök összetételének függvényében) akár 3 %-ig is nőhet. Az FSOC javaslatai között szerepel a „minimális kockázati állomány” elképzelése is. Ez az állomány a késleltetett visszaváltásra rendelkezésre álló számlaérték valamely hányada lenne.

Az **IOSCO** azzal számol, hogy legalább 50 bázispontú NAV-puffer kell a piaci érték és a névérték különbözetének fedezetére. Egy ekkora puffer azonban funkcióját és hatását tekintve nem lesz egyenértékű az **FSB** által előírt banki tőkekövetelményekkel (2012. november). A **Bázel III. keretrendszer** értelmében a bankoknak elegendő részvénytőkével kell rendelkezniük ahhoz, hogy teljesítsék a kockázatalapú tőkekövetelményt és a tőkeáttételi követelményt. Az utóbbi

szert a részvénytőkének el kell érnie a bank teljes eszközértékének 3 %-át (lásd Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság 2010, 153. bekezdés). A PPA-eszközök összevonása a garanciát adó bank mérlegébe azt jelenti, hogy a tőkekövetelmény a PPA-k nettó eszközértékének 3 %-ával egyenlő. A prudenciális banki szabályozással való összhang megteremtéséhez legalább 3 %-os tőkepufferrel kell számolni. Ez attól függetlenül érvényes, hogy a tőke-hozzájárulás bankoktól vagy – ha ez engedélyezett – az alapkezelőtől vagy külső féltől származik. Ugyanakkor megjegyzendő, hogy a Bázeli Bizottság által javasolt 3 %-os tőkeáttételi arány 2013 januárjától 2017 januárjáig még nem lesz kötelező, nem is hozzák azt nyilvánosságra, de a felügyelet már figyeli az alakulását, így az tovább finomítható.

Kockázatok

A tőkekövetelmények bevezetése számtalan kockázatot hordoz magában, például **komolyan kihathat az alapkezelők és a szponzorok tőkehelyzetére**. Amint azt korábban említettük, a Bazel III. keretrendszerből kiindulva a PPA-k nettó eszközértékének legalább 3 %-ára lehet szükség. Egyes ERKT-tagok becslése szerint néhány európai bank számára a CNAV-rendszerű PPA-k valamennyi eszközére nyújtott 3 %-os tőkepuffer az alapvető törzstőke fél százalékpontját is kiteheti (feltételezve, hogy ezt a tőkepuffert eszközként számolja el a szponzoráló bank, és teljes egészében levonja a saját tőkéjéből).

Az explicit kötelezettségvállalás megkövetelése fokozhatja a pénzügyi rendszeren belüli (főleg a bankrendszerrel történő) **összefonódást**, különösen akkor, ha a rendszer szempontjából fontos szponzorok jobban képesek finanszírozni a tőkét. Ezzel szemben azt az ellenérvet hozzák fel, hogy a tőkekövetelmények nem az összefonódást fokozzák, hanem az implicit támogatások nyomán már meglévő kapcsolatokat teszik átláthatóbbá. Ez a bankok és a PPA-k befektetői számára is világosabbá teszi, hogy milyen kockázatokat viselnek. Az európai CNAV-rendszerű PPA-k üzletága már így is erősen **koncentrált** (lásd a III.4 részt). Ha a CNAV-rendszerű alapok és a szponzorok számára tőkekövetelményeket szabnak meg, valószínűleg konszolidálódni kezd az üzletág, ami a kockázatok nagyobb koncentrációját vonja maga után.

Mivel valószínűsíthető, hogy a befektetők legalábbis közvetetten, a magasabb költségek és díjak révén hozzájárulnak a tőkepufferekhez és a tőkekövetelmények teljesítéséhez, **megcsappanhat a befektetői kereslet**. Ami a banki finanszírozásra gyakorolt lehetséges hatást illeti, emlékeztetnünk kell rá, hogy az európai CNAV-rendszerű PPA-k mintegy 146 milliárd euro értékű finanszírozást nyújtanak az európai MPI-k számára.

Bár stabilitási és átláthatósági okokból az explicit kötelezettségvállalásnak elsőbbséget kell adni az implicittel szemben, a legjobb megoldásnak a CNAV-rendszerű alapok VNAV-rendszerűvé történő átalakítása tűnik, nem pedig az explicit tőkekövetelmények meghatározása. A tőkepufferek nincsenek összhangban a befektetési alapok ama alapvető tulajdonságával, hogy a befektetés kockázatát a befektetők viselik. Ráadásul még inkább **elmoshatják a befektetési alapok és a bankok közötti különbséget**.

IV.3. B. ajánlás – Likviditási követelmények

A Bizottság részére ajánlott annak biztosítása, hogy a vonatkozó uniós jogszabály:

- 1. a PPA-k által tartandó, egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközök explicit minimumának megszábasával egészítse ki a PPA-k meglévő likviditási követelményeit;**
- 2. erősítse az alapkezelőknek a likviditási kockázat nyomon követésével kapcsolatos felelősségét;**
- 3. biztosítsa, hogy a nemzeti felügyeleti hatóságoknak és az alapkezelőknek hatékony eszközök – például a visszaváltás átmeneti felfüggesztésének lehetősége – álljanak rendelkezésére az alapokkal kapcsolatos, vagy az általános piaci helyzet miatt kialakuló stresszhelyzetekben tapasztalható likviditáshiány kezelésére.**

IV.3.1. Közgazdasági indoklás

a) A PPA-k erősítése

A B. ajánlás az IOSCO likviditáskézelésre vonatkozó ajánlásait követi. A 7. számú ajánlás kimondja, hogy a pénzügyi alapoknak legalább minimális mennyiségű likvid eszközzel kell rendelkezniük ahhoz, hogy biztonságosabban teljesíthessék a visszaváltási igényeket, és ne kényszerüljenek nyomott áron értékesíteni eszközeiket.

Ahogy korábban kifejtettük (I.2. rész), a likviditási kockázat kezelésének európai jogi keretrendszere már most is erős. Több más rendelkezés mellett az ÁÉKBV-irányelv 1. cikkében meghatározott alapelv kimondja, hogy az ÁÉKBV-nek a befektetési jegy-tulajdonosok kérésére vissza kell váltania a jegyeket. Ami a PPA-kat illeti, a CESR/ESMA-irányelvek rögzítik, hogy az alapoknak napi likviditást kell nyújtaniuk a befektetők számára, és eme elv szerint kell kezelniük likviditásukat. A PPA-kra vonatkozó CESR/ESMA-irányelvek határértékeket szabnak meg az átlagos, súlyozott átlagos élettartamra és az átlagos, súlyozott futamidőre, amelyek korlátozzák a likviditáskézelést, és likvid eszközök tartására készítik az alapkezelőket.

Ugyanakkor a meglévő, különösen az amerikai rendelkezésekkel ellentétben az EU-szabályozás nem szabott meg explicit minimumokat a PPA-k által tartandó likvid eszközökre. Ebből a szempontból megjegyzendő, hogy az Európai Parlament (2012-ben) felkérte a Bizottságot: fontolja meg az elképzelést, hogy a napi, heti és havi likviditás minimális követelményeinek meghatározásával szabjanak likviditási követelményeket a PPA-k számára ⁽¹⁾.

A likvid eszközök megkönnyítik a visszaváltást kérő részvényesek kifizetését, megelőzik, hogy veszteség esetén a PPA-knak nyomott áron kelljen értékesíteniük eszközeiket, és védelmet nyújtanak a hasonló értékpapírokat tartalmazó más alapok számára a fertőző hatásokkal szemben. Azt ajánljuk, hogy az EU szabályozói keretrendszere szabja meg az egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközök explicit minimumát. Az intézkedés az alábbi előnyökkel jár:

- a) tükrözi, hogy a likvid eszközök milyen fontosak a PPA-k számára az **esetleges tömeges visszaváltási igények kielégítése** és a piaci ingadozások időszakának átvészélése szempontjából; a 2011 nyarán történtek, amikor az amerikai PPA-k sikeresen birkóztak meg a jelentős visszaváltási igénnyel, jól szemléltetik ezt ⁽²⁾;
- b) egész Európában **harmonizált alapot teremt a PPA-k likviditási gyakorlatához**, és erősíti a befektetői bizalmat; az IMMFA eljárási szabályzata és a hitelminősítők módszertana jelenleg különböző küszöbököt és követelményeket szab meg a likviditás kezelésében (lásd az 1. keretes írást); az amerikai szabályozás viszont – amint azt korábban említettük – specifikus küszöbököt szab meg az egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközökre;
- c) biztosítja, hogy a PPA-k **hosszú távon is prudens módon kezeljék likviditásukat**; a 2008-as pénzügyi válság után a PPA-k növelték likviditásukat, az EU államadósság-válsága és a nagy piaci volatilitás körülményei közepette pedig egyre kevesebbet kockáztattak. A piaci viszonyok stabilizálódásával fennáll a veszély, hogy a PPA-k újból csökkentik a portfóliójukban tartott likvid eszközök mennyiségét, és nagyobb hozamú, hosszabb lejáratú instrumentumokat keresnek, ez pedig ismét alááshatja likviditási pozíciójukat;
- d) az explicit ráták bevezetése a prudens likviditáskockázat-kezelés részének tekintendő (ahogy azt például az ÁÉKBV-irányelv 51. cikke kimondja), az alapkezelő továbbra is teljes felelősséget visel saját likviditása kezeléséért.

1. keretes írás:

A likviditási pufferek különféle formái

IMMFA: Az IMMFA-alapoknak nettó eszközeik legalább 10 %-át olyan befektetésekben kell tartaniuk, amelyek a következő kereskedési napon járnak le, legalább 20 %-át pedig olyanokban, amelyek öt kereskedési napon belül járnak le. A tagok ezért nem a végső lejárat, hanem az egyes befektetések likviditása alapján dönthetik el, hogy miként kezelik a különféle állampapírokat.

Fitch: A napi likviditás a következő elemekből áll: legalább „A” vagy „F1” vagy ennek megfelelő besorolású letétkezelőnél tartott készpénz; egynapos repó; Fitch által „AAAmmf” vagy ennek megfelelő kategóriájúnak minősített PPA-k részvényei; egy kereskedési napon belül lejáratú értékpapírok vagy olyan, megfelelő besorolású szolgáltató látra szóló értékpapírjai, amelyeket a jegytulajdonos egy kereskedési napon belül beválthat; valamint a magas besorolású, erős piaci likviditásnak örvendő kormányok közvetlen kötelezettségvállalásai, amennyiben ezeket a portfólió alapvalutájában bocsátják ki, és legfeljebb 397 napon belül járnak le. A heti likviditás a következő elemekből áll: az összes fenti elem, valamint az öt kereskedési napon belül lejáratú értékpapírok vagy olyan, megfelelő besorolású szolgáltató látra szóló értékpapírjai, amelyeket a jegytulajdonos öt kereskedési napon belül beválthat; valamint a magas besorolású, erős piaci likviditásnak örvendő szupranacionális szervezetek és kormányhivatalok értékpapírjai, amelyek legfeljebb 95 napon belül járnak le.

Moody's: A Moody's a likviditás értékelésekor az eszközök lejáratú struktúráját és minőségét, valamint a nem tervezett nagy összegű visszaváltások kockázatát is figyelembe veszi. A Moody's értékeli, hogy egy alap milyen mértékben fektet be likvid értékpapírokba, nevezetesen Aaa besorolású állampapírokba. Ugyancsak értékeli ezek lejártát és a többi likvid eszközt, például a legfeljebb hét napon belül lejáratú értékpapírokat.

SEC: Az amerikai PPA-k eszközeinek legalább 10 %-át egy napon belül felvehető készpénzben, 30 %-át pedig egy héten belül lejáratú eszközökben kell tartani. Napi likvid eszköznek számít a készpénz, az amerikai kincstári értékpapír

⁽¹⁾ Az Európai Parlament (2012) arra is felkérte a Bizottságot, hogy bizonyos küszöbérték alatt likviditási díjat állapítson meg, ami további tájékoztatási kötelezettséget jelent az illetékes felügyeleti hatóság és az ESMA felé.

⁽²⁾ Az FSOC (2012) szerint a 2011. augusztus 3-át megelőző nyolc héten az első osztályú (prime) intézményes PPA-kból nettó értékben összesen 179 milliárd USA-dollár (az összes eszköz 16 %-a) áramlott ki.

és az egy kereskedési napon belül készpénzre váltható értékpapír. Heti likvid eszköznek számít a készpénz, az amerikai kincstári értékpapír, az amerikai kormányhivatalok 60 napon belül lejáró diszkontjegyei és az öt kereskedési napon belül (lejárat vagy eladás révén) készpénzre váltható értékpapír.

Megjegyzés: A szövegek csak kivonatok. Részletek a megfelelő szabályzatokban és módszertani ismertetőkben olvashatók.

A likvideszköz-pufferek nagyságának és összetételének meghatározásához a következő tényezőket kell figyelembe venni:

- a) A létrehozandó pufferek nagysága és az elfogadott eszközök típusa között **átváltás** (trade-off) figyelhető meg, amit a jelenleg Európában alkalmazott különféle módszerek és a likvideszköz-állományról szóló PPA-jelentésekben szereplő különböző adatok is szemléltetnek. Minél nagyobb a puffertérfogat, annál nehezebb azt jó minőségű eszközökkel kielégíteni.
- b) Az **egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközöket** is meg kell határozni. Az egynapos eszközök azért fontosak, mert a visszaváltási igények igen gyorsan jelentkezhetnek ⁽¹⁾. Az egyhetes eszközök az elfogadott eszközök körét kibővítve szintén fokozzák az alapok erejét és alkalmasabbá teszik őket arra, hogy nagyarányú visszaváltással is megbirkózzanak.
- c) Az alapok másodlagos piaci likviditástól való függőségének csökkentése érdekében a (készpénzen kívüli) likvid eszközök meghatározásakor elsősorban a **hátralévő futamidőt** kell figyelembe venni. Ennek megfelelően az minősül napi, illetve heti likvid eszköznek, amelynek a hátralévő futamideje kevesebb, mint egy, illetve öt nap. A hátralévő futamidőn alapuló megközelítés előnye az, hogy nem kell feltételezésekre bocsátkozni az egyes instrumentumok piaci likviditását illetően, mert a likvid eszközök piaci feszültségek idején átalakulhatnak nem likvid eszközökké. Ez a meghatározás különbözik az amerikaiétól, amelyben a kincstár és a kormányhivatalok értékpapírjai is benne foglaltatnak, tükrözve ezzel az amerikai piac sajátosságait és az amerikai államadósság-piac nagyságát.
- d) A pufferek meghatározásánál figyelembe kell venni az **eszközök esetleges opcionális lejáratával** összefüggő kockázatokat. Ezek az opciók különféle paramétereken alapulhatnak, beleértve az olyan, partnerkockázati pozíciókkal járó technikákat, mint a visszaváltható (például visszaváltható kötvény), az érvényteleníthető (például érvényteleníthető opció) és a lehívható (például visszahívható repó) technika. Ezek fertőző hatásokat kelthetnek, és különösen piaci feszültségek idején gyengíthetik az alapok teljes likviditási pozícióját.
- e) Figyelembe kell venni az egyéb, különösen a bankrendszerrel való **összefonódások hatásait** is, ami befolyásolhatja a likviditási pufferekben elfogadott eszközök elérhetőségét.

b) A likviditási kockázat kezelésének erősítése

A meghatározandó küszöbök minimumoknak kell tekinteni. Ennek megfelelően az alapkezelőknek a profiljuk, a befektetői bázis (befektetők típusa, visszaváltás jellegzetességei, befektetői bázis koncentrációja stb.) és a piaci feltételek függvényében kell beállítaniuk likvideszköz-állományukat.

A „bevált módszereken alapuló”, hatásos likviditáskezelés részeként az alapkezelőknek az IOSCO 8. ajánlásával összhangban rendszeres stresszteszteket kell tartaniuk, amelyeknek a likviditástervezetüket befolyásoló, többszörösen hátrányos (a konkrét alap problémáiból vagy az általános piaci helyzetből fakadó) forgatókönyveken kell alapulniuk. A PPA-knak tartalékterveket kell kidolgozniuk a stressz idején jelentkező nehézségek leküzdésére.

Amint az az IOSCO 6. ajánlásából kitűnik, az alapnak nagy figyelmet kell fordítania jegytulajdonosaira. Ez különösen az EU összefüggésében fontos, ahol a befektetői bázis nagy részét a pánikra általában hajlamosabb intézményi befektetők alkotják. Mint azt korábban részleteztük (lásd a III.3. részt), az ERKT-felmérés tanúsága szerint az alapok befektetői bázisát viszonylagos bizonytalanság övezi. Tudományosan meg nem erősített bizonyítékok is jelzik, hogy Európában egyre nő az elektronikus platformok szerepe, ami megnehezíti az alapkezelőknek, hogy „ismerjék befektetőiket”. E trend következményeit értékelni kell. A PPA-któl megkövetelhetik, hogy szerezzenek információkat ún. haszonhúzóikról, ahogy azt az amerikai PPA-kal összefüggésben az FSOC javasolt ajánlástervezetei is előíranyozzák ⁽²⁾.

⁽¹⁾ A Reserve Primary Fund esetében a befektetők két nap alatt mintegy 40 milliárd USA-dollár értékű befektetési jegyet akartak visszaváltani, és egy héten belül az első osztályú PPA-k eszközeinek 15 %-át visszaváltották.

⁽²⁾ A 2012 novemberében közzétett ajánlástervezetek további „ismerjék befektetőiket” típusú követelményeket is fontolóra vesznek.

c) Likviditáskezelés feszültségek idején

Bármennyire is körültekintően kezelik a likviditási kockázatokat az alapkezelők, előfordulhat, hogy a PPA-knak rendkívül feszült piaci viszonyokkal és a konkrét alap problémáiból vagy az általános piaci helyzetből fakadóan számottevő visszaváltási igényrel kell szembesülniük. Az IOSCO 9. ajánlása ennek megfelelően kimondja, hogy a pénzügyi alapoknak megfelelő eszközökkel kell rendelkezniük ahhoz, hogy kezelni tudják a rendkívüli piaci helyzeteket, és megbirkózzanak a számottevő visszaváltási nyomással. Ezek az eszközök csillapíthatják a visszaváltási nyomást, s így megelőzhetik a pánikot vagy az adott alap vagy alapsoportok befektetőinek hasonló, tömegesen megnyilvánuló reakcióit (herding behaviour). Az IOSCO azt is kimondja: amennyiben a rendkívüli helyzetek, amelyekkel egy vagy több MPP szembesül, a szélesebb értelemben vett pénzügyi rendszer számára is következményekkel járnak, a fertőzés megakadályozása érdekében a joghatóságok felhatalmazhatják a szabályozó hatóságokat az ilyen eszközök alkalmazásának megkövetelésére.

Az EU szabályozási keretrendszerén belül az ÁÉKBV-irányelv és az AIFM-irányelv is tartalmaz előírásokat az átmeneti felfüggesztésre.

- Az **ÁÉKBV-irányelv** 45(2). cikke kimondja: a tagállamok lehetővé tehetik az illetékes hatóságok számára, hogy előírják vagy engedélyezzék a befektetési jegyek jegyzésének, visszavásárlásának vagy visszaváltásának átmeneti felfüggesztését, ha ez a jegytulajdonosok vagy a köz védelmében indokolt. A 84(2). cikk szerint rendkívüli esetekben felfüggesztheti a befektetési jegyek visszavásárlását vagy visszaváltását, ha a körülmények úgy kívánják, és az intézkedés igazoltan a jegytulajdonosok érdekeit szolgálja.
- Az **AIFM-irányelv** 46(2). cikke kimondja: az illetékes hatóságoknak jogot kell adni arra, hogy a jegytulajdonosok vagy a köz védelmében megköveteljék a befektetési jegyek jegyzésének, visszavásárlásának vagy visszaváltásának átmeneti felfüggesztését. Az alap szintjére azonban nem határoz meg semmiféle specifikus előírást. A 23(1)h. cikk előírja, hogy az alternatív befektetési alapoknak közzé kell tenniük likviditáskezelési szabályait, beleértve a normális és a rendkívüli körülmények között érvényesíthető visszaváltási jogokra vonatkozó előírásokat.

Ez a keretrendszer eltér a meglévő amerikai szabályozástól, amely szerint a felfüggesztés után az alapot meg kell szüntetni⁽¹⁾. Rendkívüli körülmények között, amikor az alapok jelentős visszaváltási nyomással szembesülnek, valószínűleg az átmeneti felfüggesztés a legmegfelelőbb válasz. Az EU-keretrendszert ezért ki kell terjeszteni az összes (ÁÉKBV- és nem ÁÉKBV-rendszerű) alaphoz érkező visszaváltási kérelmek teljesítésének átmeneti felfüggesztésére, ahogy az az ÁÉKBV-irányelvben szerepel⁽²⁾. Amint azt az ÁÉKBV- és nem ÁÉKBV-rendszerű alapokra vonatkozó EU-jogszabályok már lehetővé teszik, a visszaváltás átmeneti felfüggesztését az illetékes hatóságok is kérhetik a befektetési jegy-tulajdonosok vagy a köz védelmében. Ez összhangban áll az IOSCO-ajánlásokkal.

Az átmeneti felfüggesztésen kívül fontolóra vehető, hogy a PPA-k számára további rendkívüli likviditáskezelő eszközöket vezessenek be. Pontosán meg kell határozni, hogy milyen feltételekkel és milyen körülmények között lehet ezeket az eszközöket használni, és fel kell mérni, hogy milyen előnyökkel járnak a pénzügyi stabilitás szempontjából. Ahogy azt az IOSCO-ajánlások előírásolták, elsősorban azt kell felmérni, hogy a „kapuk” (az alapok egy adott hányadra korlátozhatják az egy nap visszaváltható összeget) milyen előnyökkel járnak.

Az IOSCO-ajánlásokkal összhangban a befektetőket megfelelően tájékoztatni kell a stresszek idején alkalmazható eljárásokról. Az alapoknak különösen arról kell gondoskodniuk, hogy a befektetők ismerjék a körülményeket, amikor ilyen eljárásokat (felfüggesztés és egyebek) alkalmazhatnak. A végrehajtás részleteit és a feltételeket azonban nem teszik közzé, nehogy az először reagálók előnyhöz jussanak vagy elővásárlási pánik törjön ki. A stressz idején alkalmazható eljárások közzétételét a C. ajánlás 3. cikke tartalmazza, amelyről később még szó lesz.

IV.3.2. Értékelés

Ami a likvid eszközökre vonatkozó specifikus követelmények bevezetését illeti, az IOSCO 2012 tavaszán tartott konzultációján a válaszadók mindegyike támogatta, hogy a PPA-kat kötelezzék likviditási puffer képzésére. A válaszadók különösen azt hangsúlyozták, hogy milyen előnyei vannak az új amerikai szabályzat 2a–7. pontjának az alapok erősítése szempontjából. Ami az Európai Uniót illeti, az EU-beli válaszadók megjegyezték, hogy az USA-val ellentétben Európának nincs harmonizált keretrendszere a likviditás kezelésére, és általában támogatták a szabályozó hatóságok kezdeményezését.

A likviditáskezelésre vonatkozó új mennyiségi követelmények lehetséges hatásainak értékeléséhez át kell gondolnunk az alapok portfólióinak jelenlegi összetételét. Erre azért van szükség, mert a pufferek még nagyobb eltolódást okozhatnak a legrövidebb futamidejű finanszírozás felé, és arra készíthetjük az alapkezelőket, hogy módosítsák eszközeik allokációját. Az ERKT-felmérés azt mutatja, hogy az EU-beli PPA-k portfóliójuk jelentős részét már ma is egy napon, illetve egy héten belül lejáró eszközökben tartják, ahogy az a III.2. részben lévő 6. táblázatból és a 6. ábrából is kitűnik. E likvid eszközök

⁽¹⁾ A 2010-ben elfogadott új SEC-szabályzat 22e-3. pontja szerint a PPA igazgatótanácsa a SEC értesítése mellett jogosult a visszaváltások felfüggesztésére és az alap felszámolására, ha a befektetési jegyek nettó eszközértéke 1 USA-dollár alá esett, vagy félő, hogy az alá fog esni.

⁽²⁾ Lásd az Európai Bizottság (2012) 5. részét, amely a rendkívüli likviditáskezelő eszközökkel foglalkozik.

nagyobb arányban részesednek a CNAV-rendszerű alapokból (2012 júniusában 26 %, illetve 11 %), amelyek ezenkívül eszközeik viszonylag nagy hányadát (2012 júniusában közel 7 %-át) készpénzben tartják. Más EU-beli, nem CNAV-rendszerű PPA-k szintén egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközökben tartják eszközeik viszonylag jelentős hányadát (a rövid lejáratú VNAV-rendszerű alapok körülbelül 17 %, illetve 5 %-át, az egyéb VNAV-rendszerű alapok 12 %, illetve 3 %-át).

Az ERKT-adatállománynak vannak bizonyos korlátai, mivel a felmérés nem fedte le az összes PPA-t, a közzétett adatok az alapok összevont adatai, az alapok közt pedig különbségek is adódhatnak. A felmérés ezenkívül olyan időpontban készült, amikor a kockázatkerülés igen jelentős volt. Eredményei ugyanakkor összhangban állnak a felügleletek és a hitelminősítők megfigyeléseivel, valamint az eszközkezelők saját likviditáskezelésükkel kapcsolatos visszajelzéseivel.

IV.4. C. ajánlás – Nyilvánosságra hozatal

A **Bizottság** részére ajánlott annak biztosítása, hogy a vonatkozó uniós jogszabály:

- 1. olyan nyilvánosságra hozatali követelményeket írjon elő a PPA-k számára, amely felhívja a befektetők figyelmét – többek között az értékesítési anyagokban - a tőkegarancia hiányára és a tőkevesztés lehetőségére;**
- 2. írja elő, hogy a PPA-k a közzétett tájékoztatásban csak akkor utalhassanak a meglévő vagy lehetséges szponzori támogatásra vagy védelemre, ha e mögött határozott szponzori kötelezettségvállalás áll, amelyet a szponzor könyveiben és prudenciális követelményei között is fel kell tüntetni;**
- 3. írja elő a PPA-k számára az értékelési módszereik közzétételét, különös tekintettel az amortizált bekerülési értéken való elszámolásra, valamint a befektetők megfelelő tájékoztatását a stresszhelyzetekben alkalmazott visszaváltási eljárásokról.**

IV.4.1. Közgazdasági indoklás

A PPA-k általában nagyon kis kockázatú, „biztonságos” befektetésnek tartják. Ha egy alap képtelen megfelelni ennek a várakozásnak, ez a vélekedés is növelheti a befektetői pánik kockázatát. Azért kell további információkat közzétenni, hogy a befektetők pontosan tisztában legyenek a PPA-k befektetési termék jellegével, ami csökkenti a kockázatot. A közzétételi kötelezettség teljes összhangban áll az IOSCO 13. és 14. ajánlásával, bár valamivel tovább is megy ennél, mert kiköti, hogy a tájékoztatásban csak akkor utalhatnak a szponzori támogatásra vagy annak lehetőségére, ha arra a szponzor határozott kötelezettséget vállalt.

Amint azt a II.2. részben kifejtettük, az implicit diszkrecionális szponzori támogatás meglétének feltételezése hozzájárul a rendszer instabilitásához. Az alapok portfólióját és visszaváltási politikáját ezért úgy kell kialakítani, hogy ne legyen szükség szponzori támogatásra. Egyéb esetben egyértelműen közölni kell a támogatásra hagyatkozás szándékát, amit a támogatónak is teljes mértékben fel kell tüntetnie a könyveiben, a támogatásnak pedig összhangban kell állnia a szabályozórendszerben megszabott és az A. ajánlás tárgyalásában vázolt tőkekövetelményekkel.

A termékdokumentációban pontosan el kell magyarázni a befektetőknek az eszközök értékelésének eljárásait, beleértve az amortizált bekerülési értéken való elszámolásra vonatkozó információkat, az értékelési módszer mögötti feltételezéseket és az azokkal kapcsolatos kockázatokat. A befektetőknek ezenkívül tisztában kell lenniük azzal, hogy az alapok milyen eljárásokat alkalmaznak jelentős piaci feszültségek és komoly visszaváltási nyomás idején, hiszen ezek befolyásolhatják befektetési jegyeik visszaváltásának lehetőségeit (lásd még a B. ajánlás 3. pontját). A termék tulajdonságairól nyújtott tájékoztatónak lehetővé kell tennie, hogy a befektetők megalapozott döntéseket hozzanak, ritkábban válasszanak rosszul.

IV.4.2. Értékelés

A PPA-k jellemzőiről adott megfelelő tájékoztatásnak csökkentenie kell a rossz választás és a befektetői pánik kockázatát, amivel a rendszerkockázat is kisebb lesz. A megfelelő tájékoztatás a befektető védelmének szempontjából is alapvető, hiszen a befektető csak így hozhat megalapozott döntéseket. Az európai PPA-k elsősorban az intézményi befektetőket szolgálják, ezek pedig nagy valószínűséggel már pontosan tisztában vannak a pénzügyi alapokkal kapcsolatos kockázatokkal. A lakossági befektetők, akik egyes tagállamokban a legnépesebb PPA befektetői csoportot alkotják, valószínűleg sokkal kevésbé ismerik ezeket. A jobb tájékoztatásnak ezért ők lesznek a fő haszonélvezői. A megfelelő tájékoztatás főleg annak megértésében segítheti a lakosságot, hogy a PPA-k sem kockázatmentesek. A jobb tájékoztatás eredményeként egyes befektetők a PPA-val szemben más készpénzkezelő eszközt is választhatnak. Lakossági befektetők esetében ez minden bizonnyal hagyományos bankbetét lesz, nem pedig az árnyékbankrendszer valamely más elemébe történő befektetés. Végetetül az a kikötés, hogy szponzori támogatásra csak akkor utalhatnak a közzétett tájékoztatásban, ha e mögött határozott szponzori kötelezettségvállalás áll, növeli a pénzügyi rendszer összefonódásának átláthatóságát, és csökkenti az implicit diszkrecionális szponzori támogatásra való hagyatkozással összefüggő rendszerkockázatot.

Az ajánlás alapján közzeendő információk egy részét már az EU jogszabályok (például az ÁÉKBV-irányelv vagy a 2010-es CESR/ESMA-iránymutatások) alapján is nyilvánosságra kellett hozni, de lehet, hogy ezek egy részét vagy a dokumentációt felül kell vizsgálni, ami pótlólagos harmonizálási költségeket ró a PPA-kra. A nemzeti felügleleti hatóságoknál várhatóan nem merülnek fel számottevő költségek.

IV.5. D. ajánlás – Adatszolgáltatás és információcsere

1. A **Bizottság** részére ajánlott annak biztosítása, hogy a vonatkozó uniós jogszabály:

- a) írja elő, hogy bármely olyan esetben, amikor a szponzori támogatás befolyásolhatja a PPA-k árfolyamát, a PPA vagy annak kezelője és a szponzor köteles tájékoztatni az illetékes nemzeti felügyeleti hatóságot a szponzori támogatásról, részletesen ismertetve annak jellegét és nagyságát;
 - b) fejlessze a PPA-k rendszeres adatszolgáltatását;
 - c) biztosítsa, hogy az illetékes nemzeti felügyeleti hatóságok minden fontos esetben osszák meg az a) és b) pontban hivatkozott információkat az adott tagállam többi nemzeti felügyeleti hatóságával, a többi tagállam felügyeleti hatóságaival és az európai felügyeleti hatóságokkal, a Központi Bankok Európai Rendszerének tagjaival, valamint az ERKT-val.
2. A **Bizottság** részére ajánlott, hogy támogassa a harmonizált adatszolgáltatás és az 1. bekezdés b) pontjában említett harmonizált adatállomány fejlesztését, valamint az 1. bekezdés c) pontjában említett információcsere megszervezését.

IV.5.1. Közgazdasági indoklás

Bár a VNAV-rendszerű pénzügyi alapokat nem kötelezik a névérték fenntartására, és a szponzori támogatásra irányuló nyomás sem ugyanúgy jelentkezik, mint a CNAV-rendszerű alapoknál, a válság idején valószínűleg ők is szembesültek a likviditáshiány problémájával és a piaci illikviditással, így alighanem ők is rászorultak kezelőik vagy anyavállalataik támogatására. Európában azonban jelenleg nem áll rendelkezésre konkrét információ sem a CNAV-, sem a VNAV-rendszerű alapoknak nyújtott effajta támogatásokról. Különösen azért nem, mert ezek sokféle formát ölthetnek, és nem jelennek meg egyértelműen a támogató mérlegében és eredménykimutatásában. Az ERKT-felmérésben szerepelt egy kérdés a szponzori támogatásról, de az alapok csak olyan általános utalásokat tettek, hogy „kereskedés” vagy „nem történt intézkedés”. A VNAV-rendszerű alapok kötelezővé tétele, valamint az implicit támogatás megtöltése a jövőben sem zárja ki, hogy szélsőséges piaci körülmények között sor kerüljön ilyen támogatásra.

A támogatással összefüggő kockázatok nyomon követése érdekében a jövőben a PPA-nak vagy az alapkezelőnek minden közvetlen vagy közvetett szponzori támogatást, függetlenül annak típusától (beleértve a portfólió rossz értékpapírjainak megvásárlását) jelentenie kell az illetékes nemzeti hatóság felé. Mivel az effajta támogatás növelheti a pénzügyi rendszeren belüli összefonódást, és ezzel fokozhatja a rendszerkockázatot, az információt a többi (hazai, külföldi, európai) hatósággal is meg kell osztani.

A meglévő PPA-statisztikák és a célzott eseti adatgyűjtés alapján egyértelműen megállapítható, hogy az európai PPA-üzletágról rendszeresen gyűjtött adatok köre tovább bővíthető. A PPA-k nagyon fontosak az európai pénzügyi piacok zavartalan működése szempontjából, ezért mind a nemzeti, mind az európai szabályozó hatóságoknak részletes adatokkal kell rendelkezniük róluk, hogy korai szakaszban felismerhessék a fellépő tendenciákat. Ahol a nemzeti központi bankok már gyűjtenek információkat a PPA-król, prudenciális szempontból megfontolandó, hogy ezeket a nemzeti felügyeleti hatóságokkal is megosszák.

A rendszeres adatszolgáltatásnak legalább a PPA elegendően részletes bontásban megadott eszközeit és forrásait magában kell foglalnia, hogy a hatóságok nyomon követhessék az alap likviditási pozícióját, és ismerjék a mögötte lévő eszközök jellegét és minőségét. Ezenkívül ha még mindig az amortizált bekerülési értéken való elszámolást használják, a hatóságoknak rendszeres tájékoztatást kell kapniuk arról, hogy milyen mértékben és milyen esetekben alkalmazzák ezt az értékelési gyakorlatot. Amennyiben továbbra is alkalmazzák a CNAV-rendszerű alapok modelljét, a rendszeres adatszolgáltatásnak részletes információkat kell tartalmaznia a CNAV-rendszerű alapokról, beleértve az árnyékárfolyamra vonatkozó információkat is.

A részletesebb információk révén a hatóságok pontosabb képet kapnak a PPA-üzletágban zajló folyamatokról, és kimutathatják a kockázat forrásait. Makroprudenciális szempontból fontos, hogy ezek a részletesebb információk mind az egész PPA-szektor, mind az egyes PPA-k szintjén rendelkezésre álljanak.

IV.5.2. Értékelés

Azért kell figyelmesen nyomon követni a PPA-k eszközeinek és befektetőinek összetételét, a PPA-k likviditási helyzetét, értékelési gyakorlatát és esetleges szponzori támogatását, hogy felismerhető legyen a kockázatok halmozódása és az is, hogy milyen kapcsolatok alakultak ki a PPA-k és a pénzügyi rendszer többi eleme között. Ez a feltétele annak, hogy megelőző intézkedéseket hozzanak az esetleges rendszerkockázatok kivédésére. Az árnyékárfolyamokról való rendszeres jelentési kötelezettség még inkább tudatosítja az alapkezelőkben, hogy a nemzeti felügyeleti hatóságok figyelemmel kísérik a témát, ami az árnyékárfolyamnak a nettó eszközértéktől való esetleges eltéréseit vagy a szponzori támogatásra történő hagyatkozást illetően várhatóan fegyelmező hatással is jár.

A részletesebb jelentéstételi kötelezettség hátránya, hogy az alapkezelőknél és a prudenciális hatóságoknál végrehajtandó folyamatok kapcsán költségek merülnek fel. A PPA-k feladatainak bővítésénél tehát figyelembe kell venni a már meglévő jelentéstételi kötelezettségeiket, és tiszteletben kell tartani az arányosság elvét, ami csökkenti a vonatkozó költségeket. Az

EKB által a (pénzpiaci alapokat is magukban foglaló) MPI-kről gyűjtött adatok már részletes információkat tartalmaznak a PPA-k eszközeiről és forrásairól (lásd az EKB 2008/32. rendeletét). Mivel azonban ezt az adatszolgáltatást monetáris politikai célokból vezették be, elképzelhető, hogy a megkövetelt adathalmaz nem tartalmazza a pénzügyi stabilitási célokból szükséges adatok összességét.

IV.6. Utólagos intézkedések

IV.6.1. Ütemterv

Kérjük a Bizottságot, hogy az alábbi határidőkre számoljon be az ERKT-nak és az Európai Unió Tanácsának a fenti ajánlások nyomán fogantatott intézkedésekről vagy – megfelelő magyarázattal együtt – az intézkedések elmaradásáról.

- **2013. június 30.** – Kérjük, hogy a Bizottság készítsen az ERKT számára időközi jelentést az ajánlások végrehajtásának első szakaszában elért eredményekről.
- **2014. június 30.** – Kérjük, hogy a Bizottság készítsen az ERKT számára zárójelentést az ajánlások végrehajtásának második szakaszában elért eredményekről.

IV.6.2. Megfelelési kritériumok

Az **A–D. ajánlásokra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak:

- Az ajánlások egyik célja, hogy a PPA-kra vonatkozó IOSCO-ajánlásokat megfelelően és következetesen hajtsák végre Európában.
- A Bizottság az ERKT-ajánlások végrehajtásával kapcsolatban kérhet tanácsot az illetékes európai felügyeleti hatóságoktól, elsősorban az ESMA-tól. Az ajánlások összehangolt alkalmazása érdekében felkérheti az európai felügyeleti hatóságokat, hogy dolgozzák ki a szükséges technikai szabványokat, iránymutatásokat és ajánlásokat (beleértve az adatszolgáltatási és közzétételi sablonokat, figyelembe véve a már meglévő adatszolgáltatási és közzétételi kötelezettségeket).
- Az ERKT-ajánlások azokat a befektetési alapokat veszik figyelembe, amelyeket az EU-ban bejegyzett kollektív befektetési vállalkozásként ajánlanak/értékesítenek a befektetők számára, és amelyek a tőkeösszeg fenntartását, egynapos likviditás biztosítását és a pénzügyi kamatoknak megfelelő hozam elérését tűzik ki célul. Különösen azokat az alapokat szövegezik meg, amelyeket PPA-ként osztályoznak vagy értékesítenek, vagy amelyek a PPA-ra jellemző tulajdonságokkal rendelkeznek (azaz a tőkeérték megtartásának célja, napi visszaváltás, pénzügyi kamatok), vagy az olyan (pl. készpénzalapként, likvid vagy likviditási alapként vagy rövid lejáratú alapként értékesített) alapokat, amelyek értékesítése során az előbb bemutatott jellemzők valószínűsíthetők.

Az **A. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak:

- A PPA-knak csak a változó nettó eszközértéken alapuló modellt szabad alkalmazniuk. A befektetési jegyek árának kerekítését a legközelebbi egész számra kimondottan meg kell tiltani. A VNAV-rendszerű alapokra való kötelező áttéréshez átmeneti intézkedésekre lesz szükség. Ezért azt ajánljuk, hogy a meglévő PPA-k számára szabjanak meg elegendően hosszú átmeneti időszakot, amelyben fennmarad az állandó nettó eszközértéken alapuló modell, de elvégezhetőek a szükséges átalakítások. A meglévő ezenkívül állandó nettó eszközérték típusú alapok számára meghatározandó átmeneti időszak az alkalmazandó szabályok közzétételétől számítva legalább két év lehet. A változó nettó eszközérték típusú alapokra való áttérést igen körültekintően, jóval a követelmény teljesítése előtt, az intézkedés hatásainak ismertetésével együtt kell bejelenteni a PPA-k számára.
- Az A. ajánlás nem fogalmaz meg az amortizált bekerülési értéken való elszámolásra vonatkozó teljes tiltást. Ezt a módszert ugyanakkor csak olyan helyzetben kellene alkalmazni, ahol vélhetően lehetővé teszi az instrumentum árának megfelelő közelítését.
- Ha továbbra is alkalmazzák az amortizált bekerülési értéken való elszámolást, az instrumentum reziduális futamideje tekintetében korlátozásokat kell alkalmazni, hogy csökkenthető legyen az eszköz árfolyama és amortizálódott költsége közötti különbség; a korlátozások meghatározásakor gondosan figyelembe kell venni az EU-n belüli PPA-k eszközeinek lejárati összetételét.

A **B. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak:

- A minimális likvideszköz-pufferek nagyságának és összetételének meghatározásához a következőket feladatok adódnak:
 - a) Ellenőrizni kell, hogy mekkora a létrehozandó pufferek nagysága és az elfogadott eszközök típusa közötti átváltás (trade-off).
 - b) Meg kell határozni az egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközök minimumát.
 - c) A PPA-k másodlagos piaci likviditástól való függőségének csökkentése érdekében a likvid eszközök (készpénz kivételével) meghatározásakor elsősorban a hátralévő futamidőt kell figyelembe venni. Ennek megfelelően az egynapos és egyhetes futamidejű likvid eszközöknek minősített instrumentumok hátralévő futamideje kevesebb mint egy, illetve öt nap.

- d) A pufferek meghatározásánál figyelembe kell venni az eszközök esetleges opcionális lejáratával összefüggő kockázatokat. Ezek az opciók különféle paramétereken alapulhatnak, beleértve az olyan, partnerkockázati pozíciókkal járó technikákat, mint a visszaváltható (például visszaváltható kötvény), az érvényteleníthető (például érvényteleníthető opció) és a lehívható (például visszahívható repó) technika.
- e) Figyelembe kell venni az egyéb, különösen a bankrendszerrel történő összefonódások hatásait is, amelyek befolyásolhatják a likviditási pufferek számára elfogadott eszközök elérhetőségét.
- A PPA-knak kockázati szerkezetük és befektetői bázisuk függvényében kell beállítaniuk likvid eszközeik minimális puffert.
 - Rendszeres stressztesztet kell szervezniük, amelyek a likviditásszerkezetüket befolyásoló, többszörösen hátrányos, a konkrét alap problémáiból vagy az általános piaci helyzetből fakadó forgatókönyveken alapulnak.
 - Rendelkezniük kell tartaléktervekkel, hogy megbirkózzanak a stressz idején jelentkező nehézségekkel.
 - Rendelkezniük kell a rendkívüli visszaváltási igények kezeléséhez szükséges eszközökkel is.

A **C. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak:

- A PPA-k terméktájékoztatóiban fel kell hívni a befektetők figyelmét a tőkegarancia hiányára vagy korlátozott voltára és a tőkevesztés lehetőségére.
- A tájékoztatókban el kell magyarázni a befektetők számára az eszközök értékelésének eljárásait, beleértve az amortizált bekerülési értéken való elszámolásra vonatkozó információkat, az értékelési módszer mögötti feltételezéseket és az ezzel kapcsolatos kockázatokat.
- A PPA-k a tájékoztatásban csak akkor utalhatnak a meglévő vagy lehetséges szponzori támogatásra és védelemre, ha határozott szponzori kötelezettségvállalás áll mögötte, amit a szponzor könyveiben és elővigyázatossági követelményei között is fel kell tüntetni.
- A befektetőket fel kell világosítani arról, hogy milyen eljárásokat alkalmazhatnak jelentős piaci feszültségek és komoly visszaváltási nyomás idején, amelyek befolyásolhatják a befektetők visszaváltási lehetőségeit.

A **D. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak:

- Bármely esetben, ha a szponzori támogatás befolyásolhatja a PPA árát, a PPA (vagy annak kezelője) és a szponzor köteles tájékoztatni az illetékes nemzeti hatóságot a szponzori támogatásról, annak jellegéről és nagyságáról.
- A PPA által a felügyeleti hatóságok és a központi bankok számára rendszeresen szolgáltatott adatoknak legalább a PPA elegendően részletes bontásban megadott eszközeit és forrásait magukban kell foglalniuk, hogy a hatóságok nyomon követhessék az alap likviditási pozícióját, és ismerjék a mögötte lévő eszközök jellegét és minőségét.
- Ha egy PPA továbbra is alkalmazza az állandó nettó eszközértékes modellt, a rendszeres adatszolgáltatásnak részletes információkat kell tartalmaznia a CNAV-rendszerű alapokról, beleértve az árnyékkárfolyamra vonatkozó információkat is.
- Ha egy PPA még mindig az amortizált bekerülési értéken való elszámolást alkalmazza, a hatóságoknak rendszeres tájékoztatást kell kapniuk arról, hogy milyen mértékben és milyen esetekben alkalmazzák ezt az értékelési gyakorlatot.
- Intézkedéseket kell tenni a harmonizált adatszolgáltatás és a korábban említett információkat magában foglaló, makroprudenciális célokra is felhasználható, harmonizált PPA-adatállomány fejlesztésére; az intézkedések meghozatalakor figyelembe kell venni a PPA-k már meglévő adatszolgáltatási kötelezettségeit, például a monetáris-pénzügyi intézmények mérlegadat-szolgáltatási kötelezettségét (EKB 2008/32).
- Gondoskodni kell arról, hogy a fent említett információkat a nemzeti, külföldi és európai prudenciális hatóságok és központi bankok akadálytalanul megoszthassák egymással.

IV.6.3. *A további intézkedések kommunikációja*

A **2013. június 30-ig esedékes időközi jelentésnek** az alábbiakat feltétlenül tartalmaznia kell:

- a) az ajánlások nyomán a Bizottság által megtett vagy tervezett jogalkotási kezdeményezésekről szóló információk;
- b) az ajánlások nyomán a Bizottság által az európai felügyeleti hatóságok felé tett intézkedésekről szóló tájékoztatás;
- c) az ajánlások nyomán a Bizottság által javasolt vagy javasolni tervezett intézkedések hatályba lépésének vázlatos ütemterve;

- d) az ajánlások nyomán a Bizottság által javasolt vagy javasolni tervezett intézkedések kumulatív hatásainak értékelése;
- e) az intézkedések elmaradásának vagy a fenti ajánlásoktól való eltérésének részletes indoklása.

A **2014. június 30-ig esedékes zárójelentésnek** az alábbiakat feltétlenül tartalmaznia kell:

- a) az ajánlások nyomán a Bizottság által megtett jogalkotási kezdeményezések aktuális állásáról szóló információk;
 - b) az ajánlások nyomán a Bizottság által az európai felügyeleti hatóságok felé tett intézkedések megvalósításának aktuális állásáról szóló tájékoztatás;
 - c) az ajánlások nyomán a Bizottság által javasolt intézkedések hatálybalépésének vázlatos ütemterve;
 - d) az ajánlások nyomán a Bizottság által javasolt intézkedések kumulatív hatásainak értékelése;
 - e) az intézkedések elmaradásának vagy a fenti ajánlásoktól való eltérésének részletes indoklás.
-

REFERENCIÁK

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. és Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, No. 1, június.
- Baba, N., McCauley, R.N. és Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, *BIS Quarterly Review*, március, 65-81. o.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, december (átdolgozva 2011. június).
- Brady, S. A. (2012), *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, augusztus 13.
- Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, május 19.
- Committee of European Securities Regulators (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*. Március.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. és Willen, P., *How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility*, *Journal of Finance*, előkészületben.
- European Central Bank (2008), *Regulation (EC) No 25/2009 of the ECB of 19 December 2008 concerning the balance sheet of the monetary financial institutions sector (Recast) (ECB/2008/32)*, OJ L 15, 2009.1.20, 14. o.
- European Commission (2012), *Green paper on shadow banking*, március 19.
- European Commission (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, Consultation document, július 26.
- European Parliament (2012), *Report on shadow banking*, Gazdasági és Monetáris Ügyek Bizottsága, október 25.
- European Securities and Market Authority (2012), *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, február 20.
- European Securities and Market Authority (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, július 25.
- Financial Stability Board (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, Consultative document, november 18.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, április 12.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, november.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, november.
- Gordon, J.N. és Gandia, C.M. (2012), *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, nr. 426, szeptember 23.
- Gorton, G. és Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, *Brookings Papers on Economic Activity*, ősz.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, június 19.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, Consultation Report, április 27.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Policy recommendations for money market funds*, október 9.
- Kacperczyk, M. és Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, tervezet, 2012. április.
- McCabe, P.E. (2010), *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, szeptember.

McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. és Martin, A. (2012), *The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds*, Working Paper 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, július.

Moody's (2010), *Sponsor key to money market funds*, augusztus.

President's Working Group on Financial Markets (2010), *Money market fund reform options*, október.

Rosengren, E.S (2012), *Money market mutual funds and financial stability*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2012 Financial Markets Conference," április 11.

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, Testimony before U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, június 21.

Scott, H.S. (2012), *Interconnectedness and contagion*, november 20.

Securities and Exchange Commission (2010), *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, március 4.

Securities and Exchange Commission (1977), *Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*, Investment Company Act Release No. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, június 7.

Squam Lake Group (2011), *Reforming money market funds*, január 14.
